طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسماليّة في الشركات الصناعيّة والخدميّة المساهمة الأردنيّة

Capital Expenditure Evaluation Methods and Capital Budgeting Practices in the Jordanian Industrial and Service Corporations

إعداد

خالد أحمد الرواشدة

Khaled Ahmad Al-Rawashdeh

إشراف الدكتور

منذر طلال مومني

Dr. Munther Talal Momany

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص المحاسبة/ كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية/ جامعة اليرموك

2006

طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسماليّة في الشركات الصناعيّة والخدميّة المساهمة الأردنيّة

Capital Expenditure Evaluation Methods and Capital Budgeting Practices in the Jordanian Industrial and Service Corporations

إعـــداد

خالد أحمد عبد الرحمن الرواشدة

بكالوريوس محاسبة، جامعة اليرموك 2000م

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص المحاسبة في جامعة اليرموك، اربد، الأردن

وافـــق عليهـــا

الدكتور: منذر طلال مومني...مشرفاً ورئيساً

أستاذ مشارك في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتور: جمال ابراهيم البدور...عضواً

أستاذ مساعد في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتورة: عبير فايز الخوري...عضواً

أستاذ مساعد في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتور: وليد زكريا صيام...عضواً

أستاذ مشارك في المحاسبة، الجامعة الهاشمية

تاريخ تقديم الرسالة

2006-12-27

الإهـــــداء

إلى هادي البشرية ومنقذها..

إلى السائرين على نهجه

والمقتدين بهديه..

إلى الباذلين أوقات حياتهم لتعليم الناس الخير

إرضاءً لله... وشوقاً إلى الجنة

إلى أعز الناس

أبى ... وأمي ...

إلى إخواني وأخواتي جميعاً

إلى كل الأهل والزملاء

والى كل من له حق علي

أهدي هذا المجهود المتواضع

شكــر وتقديــر

بعد الحمد لله وشكره الذي وفقني لإتمام هذه الرسالة، أتقدم بعميق الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي الفاضل الدكتور منذر طلال مومني، الذي تفضل بقبول الإشراف على هذه الرسالة منذ بداية هذه الدراسة حتى نهايتها، فكان دوماً مخلصاً في عمله، فقد بذل الجهد والوقــت دون كلل أو ملل، وغمرني برعايته، ونصائحه المفيدة، وتوجيهاته النيرة، فكان له الفضل بعد الله في إنجاز هذه الرسالة، فأجزل الله له المثوبة على ذلك.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة، الدكتور وليد صــيام، والدكتور جمال البدور، والدكتورة عبير خوري لقبولهم مناقشة هذه الرسالة، وإثرائهم هذا العمل بالملاحظات والتوجيهات القيّمة.

وتحية شكر وتقدير للأساتذة الأفاضل الذين تقدموا بملاحظاتهم وتوجيهاتهم القيّمة فــي تحكيم الاستبيان، الدكتور محمود قاقيش، والدكتور عمر الجهماني، والدكتور جمــال البــدور، والدكتورة عبير الخوري، والدكتور وليد صيام، والدكتور حسام خداش، والدكتور مرعي بنــي خالد، والدكتور رضوان العناتي، والدكتور منذر معتوق.

كما أتقدم بالشكر لأسرة قسم المحاسبة في جامعة اليرموك، وإلى خالي المهنــدس نعــيم الرواشدة، وإلى زملائي في ديوان المحاسبة، وإلى الأصدقاء جميعهم، كما أشكر كل من ساهم في إخراج هذه الرسالة إلى حيز الوجود، بأن قدّم رأياً أو مساعدة ساهمت فــي وصــول هــذه الدراسة إلى غايتها وإلى هؤلاء جميعاً أهدي بحثي ومحبتي وشكري.

خالد احمد الرواشدة

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

الملخص

الرواشدة، خالد أحمد. طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسماليّة في الشركات الصناعيّة والخدميّة المساهمة الأردنيّة. رسالة ماجستير بجامعة اليرموك. 2006 (المشرف: د. منذر طلال مومني)

تقوم المحاسبة الإداريّة من خلال أساليبها المتعددة والمتنوعة، ومنها الطرق التي تستخدم في مجال تخطيط الإنفاق الرأسمالي، بتوفير المعلومات الملائمة في الوقت المناسب للإدارة على مستوياتها المختلفة، ويُعد اتخاذ القرار جوهر العمليّة الإداريّة، حيث تهدف عمليّة اتخاذ القرارات إلى الاختيار والمفاضلة بين البدائل في ضوء الهدف الذي تسعى المنشأة إلى تحقيقه.

تقوم هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من أجل التعرف على طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، والإجراءات المتّبعة في إعداد الموازنات الرأسماليّة، وأثرها على الأداء المالي للشركات، وأجزاء قرار الإنفاق الرأسمالي، وأساليب معالجة المخاطرة، وطرق تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة، التي تستخدمها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة المدرجة في بورصة عمان حسب دليل عام 2005، وذلك عند اتخاذ القرارات الرأسماليّة الاستثماريّة المنافسة، ويتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعيّة وعددها (62) شركة، والشركات الخدميّة (60) شركة، وتتمثل عينة الدراسة في المديرين الماليين ورؤساء قسم المحاسبة والمحاسبين المسؤولين عن تخطيط الإنفاق الرأسمالي في الشركات محور الدراسة وعددهم (60) فرداً في (31) شركة صناعية و (29) شركة خدمية.

توصلت الدراسة إلى أن أغلب الشركات تستخدم طرقاً متطورة تقوم على خصم التدفقات النقدية إلا أنها مازالت تستخدم الطرق التقليدية في تقييم الإنفاق الرأسمالي وكذلك وجود علاقة

ذات دلالة إحصائيّة بين استخدام الطرق المتطورة وأداء الشركة المالي مقاساً بمتوسط ربحيّة السهم، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة التي تتبعها الشركات عينة الدراسة والأداء المالي، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين حجم الشركة مُقاساً بحجم رأس المال والطريقة المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، كما أن معظم الشركات تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم المشروعات الاستثمارية، واهتمت عينة الدراسة بجميع طرق تحديد معدل خصم التدفقات النقدية.

توصي هذه الدراسة إلى ضرورة العمل على تطوير الخبرات النظرية للجهات التي تقوم بتقييم المشروعات الرأسماليّة للإلمام بالآراء النظريّة التي تغطي الجوانب المختلفة لقرارات الإنفاق الرأسمالي، وضرورة إعطاء موضوعات معالجة المخاطرة وتحديد معدل خصم التدفقات النقديّة عناية أكبر في المستقبل وذلك لرفع كفاءة قرارات الإنفاق الرأسمالي، والاهتمام بإجراءات إعداد الموازنات الرأسمالية وتفعيلها بما ينسجم مع الهدف من الإنفاق الرأسمالي والأهداف الإستراتيجية للمنشأة.

الكلمات المفتاحيّة:

الإنفاق الرأسمالي، الموازنات الرأسمالية، شركات صناعية، شركات خدمية.

الفصل الأول

الإطـــــار العـــام للدراســـــة

- المقدمة
- مشكلة الدراسة
- أهداف الدراسة
- أهمية الدراسة
- خطّة الدراسة
- الدراسات السابقة
- ما تتميز به هذه الدراسة مقارنة بالدراسات السابقة
- فرضيّات الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

المقدمة

تقوم المحاسبة الإداريّة من خلال أساليبها المتعددة والمتنوعة، ومنها الطرق التي تستخدم في مجال تخطيط الإنفاق الرأسمالي بدور هام وكبير في منظّمات الأعمال بتوفير المعلومات الملائمة في الوقت المناسب للإدارة على مستوياتها المختلفة، وذلك لمساعدة المديرين على القيام بوظائفهم، من تخطيط، وتوجيه وتحفيز، ورقابة، وتقييم للأداء، واتخاذ القرارات، لذلك يُعد اتخاذ القرار جوهر العمليّة الإداريّة، حيث تهدف عمليّة اتخاذ القرارات إلى الاختيار والمفاضلة بين البدائل في ضوء الهدف الذي تسعى المنشأة إلى تحقيقه، ويحتاج كل قرار إلى معلومات وتتأثر جودة القرارات إلى حد كبير بجودة المعلومات المستخدمة في اتخاذ هذه القرارات، ومن هنا تظهر مسؤوليّة المحاسب الإداري في توفير المعلومات الملائمة التي يحتاجها المديرون للقيام بمسؤولياتهم في اتخاذ القرارات (نور وعلي، 2003).

ونظراً للأهمية الكبيرة للقرار الاستثماري في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والتي تتعرض منتجاتها لمنافسة كبيرة من المستثمرين المحليّن والخارجييّن، وحاجتها المستمرة للإنفاق على عمليات البحث والتطوير للمنتجات الجديدة ووسائل إنتاجها ومستوى الخدمات المقدمة للآخرين، تأتي هنا أهمية القرار الرأسمالي والنابعة من كونه قراراً

غير مرن يتعذر الرجوع عنه أو تعديله دون تكبّد خسائر كبيرة ولحاجتـه للأمـوال والمـوارد الاقتصادية الكبيرة لإنجازه.

وتشتمل قرارات الإنفاق الرأسمالي على مجموعة من النشاطات، تبدأ من لحظة التفكير في شراء الأصول الثابتة، إلى أن يتم الحصول على هذه الأصول وتشغيلها، وحتى يـتم تقيـيم مشروعات الإنفاق الرأسمالي والمفاضلة بينها يجب أن يتم تقدير الزيادة المتوقعة فـي صـافي التدفق النقدي أو التوفير الصافي في المدفوعات النقديّة وحجم النفقات الاستثمارية المطلوبة لتنفيذ مشروع الاستثمار، وترجع أهمية التخطيط للاستثمارات الرأسماليّة إلى أن الاستثمار فـي تلـك الأصول يتصف عادة بالضخامة، وكما أن آثاره تمتد إلى سنوات عديدة مقبلة، وحتـى تتجنـب الشركة مخاطر اتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنفاق الرأسمالي يجب عليها أن تستخدم أساليبًا موضوعيّة في تقييم الاقتراحات الرأسماليّة المتاحة.

مشكلة الدراسة

شهد الأردن نشاطاً استثمارياً واسع النطاق في السنوات الأخيرة في كافـة القطاعـات ومنها: قطاع الصناعة وقطاع الخدمات، ومن المتوقع استمرار النشاط الاستثماري في المستقبل؛ خصوصاً أن الاستثمار الرأسمالي يُعد أحد أبرز القضايا التي تعتلي سلّم أولويات الحكومة وتعمل على تشجيعه، لأن القرارات الاستثمارية المدروسة تنعكس منافعها على الاقتصاد الوطني، ومن أجل أن يتم تحقيق هذا الهدف يجب أن تعتمد هذه القرارات على الأساليب الموضوعيّة والعلميّة التي تتضمّن اختيار المشروعات الرأسماليّة التي تؤدي إلـى تعظـيم قيمـة المنـشأة، وثـروة المساهمين، ولا يتحقق ذلك إلا إذا تم استخدام طرق متقدمة في تقييم قرارات الإنفاق الرأسمالي عند اختيار تلك المشاريع.

لذلك يمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالإجابة على الأسئلة التالية:

1. إلى أي مدى تستخدم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية وهي صافي القيمة الحاليّة، معدل العائد الداخلي، مؤشّر الربحيّة؟

2. هل هناك علاقة بين طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والتي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي مُقاساً بمتوسّط معدل ربحيّة السهم، ومتوسّط العائد على الموجودات لخمس سنوات ؟

3. هل هناك علاقة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة المتّبعة في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي؟

4. إلى أي مدى يؤثّر حجم الشركة في اختيار طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة؟

5. إلى أي مدى تقوم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة في استخدام أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسماليّة المقترحة؟

6. إلى أي مدى تستخدم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة طرق موضوعيّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق عدد من الأهداف وهي:

1. التعرف على طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والتي تستخدمها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة.
2. معرفة مدى العلاقة بين طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والتي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي.
3. معرفة مدى أهمية إتباع إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة.
4. معرفة مدى العلاقة بين حجم الشركة والطرق المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة.
5. معرفة مدى اهتمام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة في استخدام أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسماليّة المقترحة.
6. معرفة مدى استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة للطرق الموضوعيّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة في كونها من الدراسات القليلة من نوعها – حسب علم الباحث– على المستوى المحلي، والتي تتناول واقع تطبيق طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي (الطرق التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والطرق التي لا تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود)، والأهمية النسبيّة لإجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة وأجزاء قرار الإنفاق الرأسمالي (ممارسات الموازنات الرأسماليّة) وأثرها على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة المدرجة في بورصة عمان، ومع دخول الأردن في منظمة التجارة العالمية World Trade Organization (**WTO**) بتاريخ (2000/4/11)، وتوقيع اتفاقية الشراكة الأردنيّة الأوروبيّة بتاريخ 1997/11/24، وتوقيع اتفاقية التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ 2000/10/24 (النعيمات والبخيت، 2005). ومع تزايد حجم النشاط الاستثماري الذي يشهده الأردن حيث كان عدد الشركات الصناعيّة الأردنيّة المسجلة في عام (2004) (981) شركة حيث بلغت رؤوس الأموال لهذه الشركات (111.000.000) دينار، أما بالنسبة لعام 2005 كان عدد الشركات المسجلة (1127) شركة وبلغت رؤوس الأموال لهذه الشركات (88.200.000)، دينار حيث تبين أن هناك نمواً في عدد الشركات الصناعيّة بنسبة (14.8%) مقارنة مع عام 2004 (دائرة مراقبة الشركات، التقرير الإحصائي للشركات، 2005/12).

أما بالنسبة للشركات المسجلة في قطاع الخدمات كان عددها في عام 2004 (2398) شركة حيث بلغت رؤوس الأموال لهذه الشركات (161.000.000) دينار، أما في عام 2005 كان عدد الشركات المسجلة (3005) شركة، حيث بلغت رؤوس الأموال لهذه الشركات (309.200.000) دينار، وبذلك تكون نسبة النمو في عدد الشركات (25%) ونسبة النمو في

رؤوس الأموال (92%) مقارنة مع عام 2004 (دائرة مراقبة الشركات،التقرير الإحصائي للشركات، (2005/12).

كما أن الشركات الصناعيّة والخدميّة الأردنيّة ربّما تواجه تحديات كبيرة، حيث يجب على هذه الشركات أن تتخذ الإجراءات الملائمة والأساليب العلميّة الحديثة في تقييم الإنفاق الرأسمالي، والأخذ بالحسبان المخاطر المحيطة بالتدفقات النقديّة الناشئة عن الاستثمارات الرأسماليّة لمواجهة منافسة الشركات العالمية التي تتمتع بموارد ماليّة كبيرة وكوادر ذوي خبرات طويلة ومميزة حيث إن الانفتاح الاقتصادي يشجع على المنافسة، ولعلّ نتائج هذه الدراسة ستكون مفيدة للمديرين على مستوياتهم المختلفة في الشركات، ولهذا فإنّ أهمية الدراسة تظهر من أهمية المعلومات المحاسبيّة للإدارة في الوقت المناسب والتي تساعدها في التخطيط واتخاذ القرارات، ومن المتوقع أيضاً أن تؤدي نتائج الدراسة إلى تشجيع الشركات في إعادة النظر في تقييم الطرق المتّبعة في اختيار أفضل البدائل الاستثمارية ومعرفة نقاط الضعف والقوة في ممارسات الشركات الحالية في كلا القطاعين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسماليّة مما يساعد هذه الشركات على تطوير عمليّة اتخاذ القرارات الاستثمارية.

خطّة الدراسة

تقسم هذه الدراسة إلى أربعة فصول رئيسيّة وهي على النحو التالي:

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

يتضمن هذا الفصل إعطاء فكرة موجزة عن موضوع الدراسة حيث يضم بالإضافة إلى المقدمة، مشكلة وأهمية الدراسة، وأهداف الدراسة، وعرض للدراسات السابقة في موضوع البحث، وما يميّز دراسة الباحث عن تلك الدراسات، وفرضيّات الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

والهدف من هذا الفصل هو إعطاء الخلفيّة النظريّة لموضوع الدراسة ويضم:

1. مفهوم الموازنات التخطيطيّة (التقديريّة).
2. مفهوم الموازنات الرأسماليّة.
3. أنواع قرارات الإنفاق الرأسمالي.
4. خصائص قرارات الإنفاق الرأسمالي.
5. عمليّة إعداد الموازنات الرأسماليّة.
6. طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.
7. أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية.
8. طرق تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة (سعر الحسم).

الفصل الثالث: منهجيّة الدراسة

والهدف من هذا الفصل عرض منهجيّة الدراسة ، ومصادر جمع البيانات، ومجتمع الدراسة، وعينة الدراسة، وأداة الدراسة، وصلاحيّة الأداة، وثبات الأداة ، ومحددات الدراسة، والأساليب الإحصائيّة المستخدمة.

الفصل الرابع: اختبار فرضيّات الدراسة

ويضم هذا الفصل استعراض أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها هذه الدراسة.

الدراسات السابقة

لقد أُجريت العديد من الدراسات في موضوع الموازنات الرأسماليّة في خارج الأردن، وقد تم إجراء القليل منها في الأردن –حسب علم الباحث– ويمكن تناول أهم هذه الدراسات وبإيجاز على النحو التالي:

في **دراسة سالم (1973)** استخدمت هذه الدراسة المنهج العلمي لدراسة المشروعات الاستثمارية من خلال التعرض للنقاط التالية:

1. التعرف على مشاكل المشروعات الاستثمارية.
2. منهج المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية.
3. تقييم طرق المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية.
4. تخطيط المشروعات الاستثمارية.

حيث توصل الباحث إلى أن إتباع الأسلوب العلمي في دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية ابعد أثراً في تحقيق النتائج المرجوة فيما يتعلق بتنفيذ تلك المشروعات في الوقت المناسب بطريقة سليمة وبتكلفة اقتصاديّة أقل، كما تقتضي عمليّة اتخاذ القرارات الاستثمارية ضرورة تحديد المشكلة الاستثمارية، واقتراح الحلول البديلة لها، وتقييم هذه البدائل، واختيار الحل الأمثل للمشكلة من بينها وضرورة الإلمام بالطرق المختلفة المستخدمة في تقييم البدائل الاستثمارية نظراً لأن كل طريقة تعطي ترتيباً أو أولويات مختلفة عن تلك التي تعطيها الطرق الأخرى، ويتوقف اختيار الطريقة على أهداف الشركة من وراء المشروعات الاستثمارية.

كما أشار الباحث في دراسته إلى أن استخدام الطرق التقليديّة في تقييم البدائل الاستثمارية قد يعطي نتائج مضللة نظراً لتجاهلها العامل الزمني في الحسبان عند تقييم تلك

البدائل بينما تأخذ القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة عامل الزمن في الحسبان عند تقييم تلك البدائل وضرورة تضافر جهود الأطراف المعنية بتخطيط المشروعات الاستثمارية من أجل الوصول إلى خطة استثمارية متكاملة وواقعية، وضرورة متابعة وتقييم نتائج تنفيذ المشروعات الاستثمارية بغرض الوقوف على مدى ما حققته هذه المشروعات من النتائج المنتظرة.

وهدفت **دراسة هاكا وآخرون (Haka et al, 1985)** إلى إجراء اختبارات على الشركات الأمريكية التي استخدمت الطرق المتطورة في تقييم الإنفاق الرأسمالي والتي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود، مقارنة إياها بالشركات التي تستخدم الطرق التقليديّة التي لا تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود في عمليّة تقييم استثماراتها، وأثر ذلك على أداء الشركات مُقاساً بمعدل العائد السوقي لتلك الشركات، وتمثلت عينة الدراسة في ثلاثين زوجًا من الشركات، حيث إن كل زوج يتكون من شركة واحدة تستخدم الطرق المتطورة، وأخرى تستخدم الطرق التقليدية، وهي متماثلة من حيث الحجم والمخاطرة لإجراء المقارنة بينهما، وتم إجراء مقابلات شخصية مع المديرين الماليين ومسؤولي التخطيط المالي للحصول على البيانات المتعلقة بالطرق المستخدمة وتاريخ استخدامها.

وقام الباحثون بإجراء اختبار السلاسل الزمنية للعوائد السوقية، واهتمت الدراسة بتفاعل السوق مع واقع استخدام الشركات للطرق المتطورة، والطرق التقليديّة، حيث توصل الباحثون إلى أن هناك تغيّرًا في درجة المخاطرة للشركات بغض النظر عن الطرق المستخدمة سواء كانت متطورة أو تقليديّة، وإنه لا يوجد اختلاف بين أداء الشركات التي تستخدم الطرق المتطورة والشركات التي تستخدم الطرق التقليديّة على المدى الطويل، وان ذلك لا يؤدي بذاته إلى أداء متميز، وإنّما كان هناك تأثير إيجابي على أداء الشركات على المدى القصير من تاريخ

استخدامها للطرق المتطورة، وربّما تكون الطرق المتطورة إحدى السياسات التي تتبعها الشركات، إلى جانب السياسات الأخرى في مواجهة القيود الاقتصادية.

أما دراسة رمضان (1991) فقد قام بإجراء هذه الدراسة التطبيقيّة على الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة، لتحديد الطرق التي تستخدمها الشركات الصناعيّة في تقييم الإنفاق الرأسمالي، حيث قام الباحث بتصميم استبيان تم توزيعه على جميع الشركات عينة الدراسة المدرجة في دليل سوق عمان المالي لسنة (1987)، وعددها (46) شركة، وبلغت نسبة الاستجابة (80.4%) من حجم العينة، كما استخدمت بعض الإحصاءات الوصفية ومربع كاي في تحليل البيانات.

وكشفت هذه الدراسة أن هناك توجه لدى الشركات الصناعيّة نحو استخدام الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة في تقييم البدائل الاستثمارية، حيث كانت أكثر الطرق استخداما هي طريقة صافي القيمة الحاليّة وبنسبة بلغت (40.5%) من الشركات المستجيبة، يليها هامش الربحيّة بنسبة (29.7%) ثم فترة الاسترداد، وتطبق هذه الطرق سواء كانت مشروعات جديدة أو توسعيّة أو استبدالية، واقل الطرق استخداما هي طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار بنسبة (18.9%) من الشركات المستجيبة، بينما أكثر الأساليب استخداما في تحديد المخاطرة هي نظرية الاحتمالات بنسبة (46.9%)، لأنها تعطي أفضل النتائج الممكنة نتيجة لاستخدام أفضل احتمال، كما أن القرار يتم اتخاذه بعد دراسة الاحتمالات المختلفة، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن أكثر الأساليب استخداما في مواجهة المخاطرة هو رفع معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحاليّة بنسبة (46.9%) من الشركات المستجيبة، وأما الشركات التي تستخدم الطرق

التقليديّة في تقييم الإنفاق الرأسمالي تستخدم أسلوب تخفيض فترة الاسترداد بنسبة (31.3%) في مواجهة المخاطرة.

كما توصل الباحث إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين الطرق المستخدمة في تقييم الإنفاق الرأسمالي وأداء الشركة، كما أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين الطرق المطبقة وكل من حجم الشركة، حيث أخذ الباحث مؤشّرات متعددة بالنسبة للحجم كحجم الأصول المستثمرة في الشركة وأجمالي المبيعات السنويّة، كما تم استخدام مؤشّر العائد على السهم الواحد وهذا المؤشّر يقيس حصة السهم العادي الواحد من الأرباح بعد اقتطاع مخصص ضريبة الدخل ورسوم الجامعات الأردنيّة، وتم استخدام مؤشّر آخر لقياس الأداء وهو القيمة السوقيّة للسهم وهذا يمثل سعر السهم في السوق (سعر إغلاق الشركة نهاية العام)، حيث أظهرت الدراسة أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين الطرق المستخدمة في تقييم الإنفاق الرأسمالي وهذه المؤشّرات التي تقيس الأداء المالي.

بينما دراسة جوق وسرفاستاف (Jog and Srivastave, 1995) هدفت إلى التعرف على مدى استخدام أساليب الموازنات الرأسماليّة وطرق التنبؤ بالتدفقات النقديّة وأساليب تحليل المخاطرة والطرق المستخدمة في تقدير تكلفة رأس المال وتكلفة حقوق الملكية وذلك في الشركات الكنديّة الكبرى لأن الموازنات الرأسماليّة وتقدير تكلفة رأس المال من أهم القرارات الماليّة التي تواجه المديرين الماليين، حيث بلغ حجم العينة (582) شركة، تم توزيع الاستبيانات على المديرين الماليين والمديرين التنفيذيين وبلغت نسبة الاستجابة (22.9%) من حجم العينة، حيث توصل الباحثان في دراستهم إلى أن العديد من الشركات تستخدم أكثر من طريقة لتقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، وإن نسبة (75%) من عينة الدراسة تستخدم طرق خصم التدفقات

النقديّة لتقييم المشاريع المختلفة منها التوسعيّة والحديثة والإحلال والاستئجار حيث يزداد استخدام هذه الطرق كلما صعب القرار، كما أن معدل العائد المحاسبي يستخدم بنسبة (20%) من عينة الدراسة، وهناك استخدام مرتفع لفترة الاسترداد مع الطرق الأخرى وذلك بسبب قيود السيولة، كما توصل الباحثان إلى أن طرق التنبؤ بالتدفقات النقديّة أكثر استخداما للأساليب الكميّة بنسبة (13.6%) من العينة وذلك لحسابات إستراتيجيّة في صنع القرار المالي.

أما من حيث أساليب مواجهة المخاطرة المستخدمة فقد توصل الباحثان إلى أن أسلوب تحليل الحساسيّة أكثر استخداما وإن (25%) من عينة الدراسة لا تستخدم أي أسلوب لمواجهة المخاطرة، كما أن معدل الخصم الملائم لعكس خطورة المشروع هو المتوسّط المرجّح لتكلفة رأس المال و (25%) من العينة تستخدم تكلفة الاقتراض لتحديد تكلفة رأس المال، كما أن العديد من الشركات تعتمد في تقدير تكلفة رأس المال على الحكم الشخصي أو أساليب غير معياريّة أكثر من أي أسلوب معياري، كما توصل الباحثان أيضاً إلى أن طرق خصم التدفقات النقديّة لا يزال استخدامها مرتفعاً، وإن استخدام الأساليب الشخصيّة وغير الموضوعيّة وغير المعياريّة في تقدير التدفقات النقديّة ومواجهة المخاطرة وتقدير تكلفة رأس المال ما زال مرتفعاً وهذا يعكس حقيقة الموازنات الرأسماليّة.

وتناولت دراسة مصطفى (1995) التي تم إجراؤها في جمهورية مصر العربية ما يلي:

1. عرض وتحليل الإطار الفكري لطرق تقييم الإنفاق طويل الأجل لمعرفة الدوافع التي تحدو شركة معينة أو مجموعة شركات نحو تفضيل طرق معينة دون الأخرى.
2. محاولة معرفة إذا كان هناك علاقة بين أداء الشركات والطريقة المتّبعة في تقييم الإنفاق طويل الأجل.

3. التعرف على مدى إتباع الشركات المصريّة لإستراتيجيّة محاسبيّة معينة وتبنيها لطرق تقييم بذاتها تهدف لتحقيق هذه الإستراتيجيّة.

وتم عمل دراسة محاسبيّة اختباريه على عينة من الشركات عددها (60) شركة من الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأوراق الماليّة وتم أعداد استبيان تم توزيعه على عينة الدراسة، وكانت نسبة الاستجابة (86.66%).

ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى العديد من النتائج أهمها: إن شركات الصناعة الواحدة تميل إلى استخدام طرق تقييم واحدة تقريباً في مجال الإنفاق الطويل الأجل، كما أوضح التحليل أن حجم الشركة مُقاساً بحجم الاستثمارات لا يؤثّر على الطريقة المستخدمة، وكذلك المعايير البسيطة في التقييم كانت لها صفة الانتشار في التطبيق بشركات العينة (فترة الاسترداد، 59%) بينما الطرق المتقدمة أقل بكثير (معدل العائد الداخلي، 9.6%)، كما لوحظ أن (59%) من شركات العينة لا تستخدم سوى طريقة واحدة في التقييم، و (23%) تستخدم طريقتين، بينما الشركات التي كانت تستخدم أكثر من طريقتين من طرق التقييم أقل من ذلك بكثير.

كما توصل الباحث في دراسته إلى أن اخذ درجات المخاطرة في الحسبان عند اتخاذ قرارات الإنفاق طويل الأجل لا يلقى اهتمام الغالبية العظمى من شركات العينة بنسبة (65.1%)، كما اختلفت الشركات حول أسلوب مواجهة المخاطرة وكانت في غالبها طرقاً عشوائية وبسيطة، كما تبين أنه لا توجد علاقة بين طرق تقييم الإنفاق طويل الأجل وحجم الشركة فيما عدا العلاقة مع معدل العائد المحاسبي على الاستثمار، وأيضاً لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين طرق تقييم الإنفاق طويل الأجل وأداء الشركات مُقاساً بالعائد على السهم الواحد عند درجة ثقة (95%).

وكما أن شركات العينة لا تقوم بعمل دراسات جدوى للقرارات طويلة الأجل وهو ما يعني أن القرارات تتم دون إستراتيجيّة، وذلك بالاعتماد على الخبرات السابقة، وأيضاً أشارت نتائج التحليل إلى اتجاهات غير محددة في اختيار طرق التقييم للإنفاق طويل الأجل من حالة لأخرى وهو ما يوضح أنه ليست هناك أية معايير محددة لاختيار طرق التقييم.

و تناولت دراسة بيك (Pike, 1996) فترة زمنية طويلة تصل إلى (17) عامًا وذلك بالاعتماد على دراسات سابقة تم إجراؤها من قبل الباحث في الفترة الواقعة بين عام 1975 ولغاية عام 1992 وذلك للتعرف على اتجاه الموازنات الرأسماليّة خلال تلك الفترة وإلى أي مدى الموازنات الرأسماليّة المتطورة مرتبطة بحجم الشركة وتقنية المعلومات، حيث قام الباحث بتوحيد حجم العينة لجميع الدراسات التي تم إجراؤها في الأعوام التالية: (1975، 1980، 1986، 1992) ونتائج هذه الدراسة جزء من الدراسة طويلة الأجل التي تمتد إلى (17) عامًا لملاحظة اتجاه الموازنات الرأسماليّة خلال هذه الفترة من خلال المقارنة بين تلك الدراسات ، وقام الباحث باختيار (100) شركة في بريطانيا مشابه لعينة الدراسات السابقة وتم الإجابة على الاستبيانات من قبل المديرين الماليين، حيث توصل الباحث إلى ازدياد إدراك الشركات لحاجتها لتقييم احتمالية فشل المشاريع، وأهمية تقييم نوعيّة الموازنات الرأسماليّة وإجراءات التنبؤ من خلال التدقيق اللاحق وهو من إجراءات الموازنات الرأسماليّة للتخطيط والرقابة، حيث توصل الباحث إلى ازدياد استخدام الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة خلال فترة الدراسة بالإضافة إلى استخدامها مع الطرق الأخرى.

كما توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة لا يزال – بشكل مهم – مرتبطاً بدرجة استخدام الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة وليس فترة الاسترداد وذلك أن حجم

الشركة له علاقة في استخدام الحاسب الآلي الذي بدوره يؤثّر في استخدام طرق خصم التدفقات النقديّة وتحليل الحساسيّة وأساليب تحليل المخاطرة، وتوصل الباحث أيضاً إلى أن الفجوة بين الجانب العملي والجانب النظري قليلة لا تذكر، وذلك لإتباع الشركات أساليب الموازنات الرأسماليّة المتطورة وذلك لتبني الشركات برامج الحاسب الآلي قليلة الثمن والتوسع في علم الإدارة كما أن الظروف الاقتصادية لها أثر في إتباع الأساليب المتطورة.

وركزت دراسة الحمود وإبراهيم (1997) التي تم إجراؤها في دولة قطر على معرفة مدى استخدام أساليب المحاسبة الإداريّة وطرق تقييم الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات المساهمة القطريّة موزعة حسب القطاعات (المالية والصناعيّة والخدمات والزراعية)، وحسب الملكية (مختلط وخاص)، للتعرف على مدى وجود فروق ذات دلالة معنوية بين الأنواع المختلفة للشركات من حيث استعمالها لأساليب المحاسبة الإداريّة وطرق تقييم الإنفاق الرأسمالي، وقد قام الباحثان بتوزيع الاستبيانات إلى جميع الشركات المساهمة بغض النظر عن ملكيتها أو القطاع الذي تنتمي إليه والتي يبلغ عددها (29) شركة طبقاً لبيانات وزارة المالية، وقد بلغ عدد الاستبيانات المجاب عنها (24) استبيانا، وتوصل الباحثان إلى أن أكثر أساليب المحاسبة الإداريّة استخداما هي الموازنات التشغيليّة بنسبة (62.5%)، والموازنات الرأسماليّة وتحليل التكلفة والحجم والربح بنسبة (54.2%)، ولم تظهر فروق ذات دلالة معنوية بين القطاعات من حيث درجة استعمالها للأساليب المختلفة طبقاً لاختبار (مان-وتني) إلا في حالة تحليل التكلفة والحجم والربح وتحليل عائد المساهمة، ولم تظهر فروق ذات دلالة معنوية على مستوى (5%) بين القطاعين (مختلط وخاص) حول مدى استخدام أساليب المحاسبة الإداريّة.

أما فيما يتعلق بطرق تقييم الاستثمار الرأسمالي فقد توصل الباحثان إلى أن أهم الطرق المستخدمة هي طريقة فترة الاسترداد التقليديّة بنسبة (54.2%)، وطريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار بنسبة (50%) من حجم العينة، أما بالنسبة لطرق تقييم الاستثمار الرأسمالي الأكثر حداثة ودقة والتي تأخذ بالحسبان زمن التدفقات النقديّة تبين أنها غير مستخدمة من قبل الشركات المساهمة بشكل ملائم حيث بلغت نسبة الشركات التي لم تستخدم أي من هذه الطرق (41.7%)، كما توصلت الدراسة إلى أن أهم مميزات أساليب المحاسبة الإداريّة أنها تساعد في عمليّة الرقابة وتساعد في عمليّة التخطيط.

أما دراسة الرجبي (1997) هدفت إلى التعرف على الممارسات العمليّة لتقييم الاستثمارات الرأسماليّة التي تستخدمها الشركات المساهمة الأردنيّة الصناعيّة ومنشآت الخدمات الاستشارية عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي ودراسة أثر ذلك على أداء الشركات المساهمة وقد اشتملت عينة الدراسة على مجموعتين تضم الأولى (43) شركة مساهمة عامة صناعية، وتضم الثانية (22) جهة استشارية، وقام الباحث بتوزيع الاستبيانات على عينة الدراسة وتحليل البيانات لاختبار فرضيّات الدراسة للتوصل إلى النتائج، حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن أغلب عينة الشركات والجهات الاستشارية تستخدم الطرق المتطورة عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي والمفاضلة بينها، وأن نسبة (5%) من العينة تستخدم الطرق غير المتطورة، أما بالنسبة لمعالجة درجة المخاطرة وتحديد معدل سعر الحسم (القطع) تبين أن (50%) من أفراد العينة يحددون المخاطرة ومعدل الخصم على أساس شخصي لترجمتها كميّاً مما يجعل هذا الأمر عرضة للتحيز الشخصي، وإن الجهات الاستشارية تميل إلى استخدام النماذج الكميّة والمفاهيم النظريّة أكثر من الشركات المساهمة.

كما أن هناك اختلافاً إحصائيّاً بين الجهات الاستشارية والشركات المساهمة بخصوص أهمية أجزاء القرارات الاستثمارية وسماتها المختلفة ولا يوجد اختلاف إحصائي بين الشركات التي حصلت على دعم قانون تشجيع الاستثمار وتلك التي لم تحصل على هذا الدعم حيث لا يوجد لهذا القانون أثر على تطور قرارات الإنفاق الرأسمالي.

وكما أعطت العينة أهمية عالية للسمات المختلفة لعمليّة الموازنة الرأسماليّة وتبين أن هناك علاقة إحصائيّة قوية بين الأهمية النسبيّة للنشاطات التي يتكون منها قرار الإنفاق الرأسمالي وبين أداء الشركات مُقاساً بمتوسّط ربحيّة السهم لثلاثة سنوات.

وركّزت دراسة بلوك (Block, 1997) على الشركات الصغرى وذلك كما أشار الباحث إلى أن الموازنات الرأسماليّة في الشركات الصغرى ذات أهمية كبيرة لصعوبة دخولها في الأسواق الرأسماليّة للحصول على التمويل اللازم لأنشطتها، حيث إن الشركات الصغرى تشكل (80%) من الوظائف للأيدي العاملة في الولايات المتحدة الأمريكيّة، وبلغت عينة الدراسة (850) شركة وكانت نسبة الاستجابة (27.29%) من عينة الدراسة، كما أشار الباحث إلى أن طريقة فترة الاسترداد لا تزال أسلوباً مفضلاً لتقييم الاستثمارات بنسبة (42.7%) من شركات العينة وذلك بسبب الالتزامات الماليّة على مالكي الشركات الصغرى من قبل المؤسسات الماليّة، وكما أنه ليس مهماً لدى الشركات الصغرى كم ربحيّة المشروع، وإنّما كيف يتم تسديد القروض والالتزامات الماليّة في اقصر فترة ممكنة، وتوصل الباحث إلى أن هناك استخداما متزايداً لطرق خصم التدفقات النقديّة بنسبة (27.6%) من عينة الدراسة وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع دراسات الشركات الصغرى في العقود الماضية.

كما توصل الباحث إلى أن الشركات الصغرى تفضل الاستثمارات الرأسماليّة للاستفادة من الحوافز الضريبيّة للحصول على التدفقات النقديّة في اقرب وقت ممكن.

وفي دراسة كستر وآخرون (Kester et al, 1999) هدفت إلى التعرف على وجهة نظر المديرين التنفيذيين في ممارسات الموازنات الرأسماليّة من حيث طرق تقييم الاستثمارات الرأسماليّة المقترحة وتحليل الخطورة وتقدير معدل الخصم المتّبعة في ستة دول وهي: استراليا، هونغ كونغ، إندونيسيا، ماليزيا، الفليبين، سنغافورة، وقام الباحثون بتوزيع الاستبيانات على المديرين التنفيذيين في الشركات المدرجة في الأسواق المالية وبلغ حجم عينة الدراسة في تلك الدول على التوالي (281)، (40)، (75)، (560)، (203)، (211) شركة، وبلغت نسبة الاستجابة من عينة الدراسة على التوالي (20.3%)، (7.2%)، (21.3%)، (6.2%)، (17.2%)، (25.6%)، حيث توصل الباحثون في دراستهم إلى أن المديرين التنفيذيين في شركات عينة الدراسة قد أشاروا بأن شركاتهم تقتضي تحليل جميع الاستثمارات المقترحة بغض النظر عن حجمها، وإن جميع الشركات تستخدم الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة وهي معدل العائد الداخلي وصافي القيمة الحاليّة كأداة مهمة في تقييم المشاريع الاستثمارية، باستثناء هونغ كونغ إذ تستخدم فترة الاسترداد في تقييم المشاريع، وسنغافورة تستخدم معدل العائد الداخلي وفترة الاسترداد، ويعدان من أهم الطرق في تقييم المشاريع الاستثمارية في سنغافورة.

وكما توصلت الدراسة إلى أن أهم الأساليب المتّبعة في مواجهة المخاطرة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية في جميع الشركات هو تحليل السيناريو، وتحليل الحساسيّة، أما الأساليب الأقل أهمية لدى الشركات هي شجرة القرارات وأسلوب المحاكاة، حيث إن هذه الأساليب نادر

تطبيقها في الجانب العملي، أما بالنسبة للطرق المتّبعة في تحديد معدل الخصم المستخدم في تقييم الاستثمارات الرأسماليّة المقترحة تبين أن أكثر من نصف الشركات المستجيبة في هونغ كونغ وماليزيا وسنغافورة يستخدمون تكلفة حقوق الملكية للمشاريع الممولة من حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض للمشاريع الممولة من الاقتراض، أما الشركات الأسترالية فتستخدم المتوسّط المرجّح لتكلفة رأس المال لتقييم جميع الاستثمارات الرأسماليّة المقترحة.

وتوصل الباحثون إلى أن القليل من الشركات المستجيبة تستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة مما يصعب تحديد خطورة المشروع، وإن إحدى القضايا التي تواجه الشركات متعددة الجنسيات هي ثبات الممارسات الإداريّة عبر البلدان، لذلك أوصى الباحثون بأنه يجب على تلك الشركات بذل الجهود الكافية لتدريب الموظفين وتنفيذ الممارسات الحديثة.

وأظهرت دراسة آرنولد و هاتزوبولس (Arnold and Hatzopoulos, 2000) إلى أي مدى تتبع الشركات المساهمة في المملكة المتّحدة الأساليب الحديثة في تقييم الاستثمارات حيث بلغ حجم عينة الدراسة (296) شركة وتم توزيع الاستبيانات على المديرين الماليين في تلك الشركات وبلغت نسبة الاستجابة (32.4%) من عينة الدراسة وقام الباحث بتصنيف الشركات إلى شركات كبرى ومتوسّطة وصغيرة الحجم وذلك حسب رأس المال وقام بمقارنة نتائج هذه الدراسة مع الدراسات السابقة خلال فترة العشرين عاماً السابقة، حيث توصلت الدراسة إلى أن الفجوة بين الجانب النظري والجانب العملي قليلة، وإن جميع الشركات الكبرى تستخدم طرق خصم التدفقات النقديّة، وهي صافي القيمة الحاليّة، أو معدل العائد الداخلي، وأكثر من (90%) من الشركات المتوسّطة والصغرى تستخدم تلك الطرق، كما أظهرت الدراسة أن (67%) من شركات العينة تستخدم (3) طرق أو أكثر من طرق التقييم ، ونسبة مرتفعة من الشركات تستخدم

أربع طرق للتقييم بنسبة (90%) ومنها فترة الاسترداد وصافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي ومعدل العائد المحاسبي.

كما أن هناك استخداما شائعاً لطرق خصم التدفقات النقديّة وذلك بسبب تقدم التكنولوجيا، مما يساعد على سهولة الاحتساب، وبتكلفة قليلة، وهذا ما يؤكده الجانب النظري، كما توصل الباحثان إلى أن (85%) من عينة الدراسة تستخدم تحليل الحساسيّة وتحليل السيناريو في معالجة خطورة المشاريع الاستثمارية، بالإضافة إلى رفع معدل العائد المطلوب والاعتماد على الحكم الشخصي في اخذ مخاطرة المشروع بالحسبان، حيث إن تحليل مخاطر السوق (Beta) وتخفيض فترة الاسترداد نادر استخدامها في مواجهة المخاطرة، واستخدم تحليل الاحتمالات بنسبة(31%) من العينة.

كما توصلت الدراسة إلى أن أكثر من نصف الشركات تستخدم المتوسّط المرجّح لتكلفة رأس المال في تحديد معدل الخصم بينما الشركات الصغرى تستخدم تكلفة الاقتراض.

وقامت دراسة فاراجر وآخرون (Farragher et al, 2001) بإجراء الدراسة على الشركات الصناعيّة في الولايات المتّحدة لقياس العلاقة بين درجة تطور ممارسات الموازنات الرأسماليّة وأداء الشركة، لما لها من اثر على اتخاذ القرار الاستثماري الرأسمالي، حيث توصلت الدراسات السابقة التي تناولها الباحثون إلى أنه لا يوجد علاقة بين ممارسات الموازنات الرأسماليّة المتطورة وأداء الشركة، واستخدم الباحثون في دراستهم نموذج الانحدار المتعدد حيث كانت المتغيرات نسبةً إلى نوع الصناعة الذي تنتمي إليه الشركة، ويتمثل أداء الشركة في معدل العائد التشغيلي للشركة بالنسبة لمعدل العائد التشغيلي للنوع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة وهو المتغير التابع، أما المتغيرات المستقلة فهي حجم الشركة، الخطورة التشغيليّة، حجم رأس

المال مُقاساً بصافي الأصول الثابتة لكل موظف في الشركة نسبةً إلى متوسّط صافي الأصول الثابتة لكل موظف في الجزء الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة، عدد أنواع الصناعات التي تعمل بها الشركة، ودرجة تطور ممارسات الموازنات الرأسماليّة والتي تساوي مجموع علامات أنشطة الموازنات الرأسماليّة مضروبة بأوزانها وهذه الأنشطة هي التحليل الاستراتيجي، تحديد أهداف الاستثمار، البحث عن المشاريع الاستثمارية، التنبؤ بالتكاليف والعوائد من الاستثمار، تحليل الخطورة، تقييم التكاليف والعوائد المتوقعة من الاستثمار، اتخاذ القرار الاستثماري، تنفيذ المشاريع المقبولة، تدقيق ومتابعة تنفيذ المشاريع.

وتم الحصول على المعلومات عن درجة تطور ممارسات الموازنات الرأسماليّة عن طريق توزيع الاستبيانات على المد راء الماليين في (379) شركة وكان عدد الاستبيانات المجاب عنها (128) استبيانا، أي بنسبة استجابة بلغت (34%) من عينة الدراسة وهذه الشركات من مجموعات صناعية متعددة الأنواع وتم استخدام الأساليب الإحصائيّة المختلفة في اختبار الفرضيّات، حيث توصلت الدراسة إلى أن جميع المتغيرات المستقلة ذات علاقة إيجابية مع أداء الشركة باستثناء درجة تطور ممارسات الموازنات الرأسماليّة وعدد أنواع الصناعة، ونتيجة هذه الدراسة كنتيجة الدراسات السابقة التي تناولها الباحثون في دراستهم بان العلاقة سلبية بين أداء الشركة ودرجة تطور ممارسات الموازنات الرأسماليّة.

وتناولت دراسة الجمل (2002) بحث موضوع الإنفاق الرأسمالي وأثره على أداء الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان للتعرف على أثر التغير في حجم الإنفاق الرأسمالي على أداء الشركات عينة الدراسة مُقاساً بالسعر السوقي لأسهم هذه الشركات حول تاريخ الإفصاح والتعرف على أثر التغير في حجم الإنفاق الرأسمالي على حجم التداول بأسهم

الشركات الصناعيّة حول تاريخ الإفصاح، حيث إن الدراسة تغطي فترة زمنية ممتـدة لأربـع سنوات من عام 1999 ولغاية 2001 وتم إجراء الدراسة على (20) شـركة صـناعية وذلـك بالاعتماد على البيانات المالية من القوائم المالية لهذه الشركات، حيث توصل الباحث إلى وجود علاقة إيجابية بين التغير في الإنفاق الرأسمالي والتغير في أسعار أسهم الشركات حول تـاريخ الإفصاح رغم ضعف هذه العلاقة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أيضاً وجود علاقـة ذات دلالـة إحصائية بين التغير في الاستثمارات الرأسماليّة والتغير في أحجام التداول بالأسهم وقد كانت هذه العلاقة إيجابية وقوية لكافة السنوات كما ظهرت هذه العلاقة بنفس الاتجاه وبقوة فـي البيانـات المجمعة لسنوات الدراسة وكذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التغير في أسعار الأسهم والتغير في أحجام التداول حول تاريخ الإفصاح.

أما دراسة جراهام و هارفي (Graham and Harvey, 2002) فقـد هـدفت إلـى تحليل الجانب العملي لقرارات التمويل المتعلقة بالشركات وذلـك بـالتركيز علـى الموازنـات الرأسماليّة وهيكلة رأس المال والى أي مدى تكون سياسات الشركة مترابطة، حيث قام الباحثان بتوزيع الاستبيانات على عينة الدراسة والبالغ حجمها (4440) شركة مختلفة ومنها الصناعيّة في الولايات المتّحدة الأمريكيّة وكانت نسبة الاستجابة (9%) من عينة الدراسة من قبل المـديرين الماليين في تلك الشركات حيث إنها شركات كبرى وصـغرى، وتوصـلت الدراسـة إلـى أن الشركات التي تعتمد على التمويل بالاقتراض أكثر استخداما لأساليب الموازنـات الرأسـماليّة المتطورة بغض النظر عن حجمها وذلك بسبب الحاجة إلى المعرفة والدقة في قرارات اسـتثمار الشركة، وكما أن حجم الشركة له أثر في اختيار طرق تقييم المشاريع الاسـتثمارية حيـث إن الشركات الكبرى تتبع الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة ومنها صافي القيمة الحاليّـة

أي تتبع النظرية الأكاديميّة، والشركات الصغرى تتبع فترة الاسترداد، والشركات التي تتبع سياسة توزيع الأرباح أكثر استخداما لصافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي من الشركات التي لا توزع الأرباح، وذلك أن فرص الاستثمار يصعب قياسها بصافي القيمة الحاليّة، كما أن التدفقات النقديّة المتوقعة من الاستثمار قد لا تتحقق في الفترة المستقبليّة.

كما توصل الباحثان إلى أن نسبة استخدام صافي القيمة الحاليّة (74.9%) من عينة الدراسة ونسبة استخدام معدل العائد الداخلي (75.7%) من عينة الدراسة وهما أكثر الطرق استخداما من قبل الشركات، كما أن الشركات ذات الرفع المالي أكثر استخداما لأسلوب تحليل الحساسيّة وأسلوب المحاكاة في تقييم احتمالية العسر المالي والمنفعة، كما أن الشركات التي لديها مدير مالي حاصل على درجة الماجستير أكثر استخداما لطريقة صافي القيمة الحاليّة من الشركات التي مديرها المالي غير حاصل على درجة الماجستير، كما أن الشركات العامة أكثر استخداما لصافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي من الشركات الخاصة، وإن (56.7%) من عينة الدراسة يستخدمون فترة الاسترداد في الشركات الصغرى وكذلك المديرين غير الحاصلين على درجة الماجستير وذلك لبساطتها وسهولة احتسابها، وإن الإدارة ليست على قدر من المعرفة والخبرة في الطرق المتطورة، وإن فترة الاسترداد تزود بمعلومات ذات فائدة وخاصة للشركات ذات رأس المال المحدود، كما أن (73.5%) من عينة الدراسة يستخدمون نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة في تحديد معدل الخصم، وهذا الأسلوب أكثر إتباعاً في الشركات الكبرى والعامة منها في الشركات الصغرى والخاصة حيث إن الشركات الكبرى أكثر تطوراً في تقييم المشاريع ذات المخاطرة من الشركات الصغرى، كما أوصى الباحثان إلى تكثيف الجهود في توضيح الاختلافات لممارسات الشركات الكبرى والصغرى وتعزيز وتعديل الجانب النظري لينعكس ذلك على الجانب العملي لممارسات الشركات.

وفي دراسة ريان و ريان (Ryan and Ryan, 2002) أشار إلى أن الموازنات الرأسماليّة هي أحد أهم القرارات التي تواجه المديرين الماليين .حيث قامت هذه الدراسة بفحص طرق تقييم قرارات الإنفاق الرأسمالي المتّبعة من قبل (1000) شركة في الولايات المتّحدة الأمريكية والعلاقة بين حجم الإنفاق الرأسمالي والطريقة المتّبعة في التقييم، حيث قام الباحثان بإرسال الاستبيانات عبر البريد الإلكتروني إلى المديرين الماليين في تلك الشركات وكان عدد الاستبيانات المجاب عنها (205) أي نسبة الاستجابة (20.5%)، حيث توصلت الدراسة إلى أن (99.5%) من عينة الدراسة يقومون بتحليل قرار الإنفاق الرأسمالي بنسب مختلفة حسب حجم الإنفاق الرأسمالي و (5.%) لا يقومون بتحليل قرار الإنفاق الرأسمالي.

وتبين من خلال الدراسة أن (96%) من العينة يستخدمون صافي القيمة الحاليّة في تقييم الإنفاق الرأسمالي و(92.1%) يستخدمون معدل العائد الداخلي، لذلك إن الطرق التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة هي أكثر استخداما من بين طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي خصوصاً الشركات ذات حجم الإنفاق الرأسمالي المرتفع، كما توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الإنفاق الرأسمالي وصافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي، أما الشركات التي تستخدم فترة الاسترداد ومؤشّر الربحيّة يتم استخدامهما بنسبة مرتفعة (74.5%)، (43.9%) على التوالي.

وكما توصل الباحثان في دراستهم إلى أن البعض من عينة الدراسة يفضلون معدل العائد الداخلي المعدل على معدل العائد الداخلي لأنها تسمح للمدراء بتعديل معدل الخصم للتدفقات النقديّة التي تظهر خلال فترة المشروع لتتوافق مع العائد الحقيقي للتدفقات النقديّة مع أنها أقل الطرق قبولاً في عينة الدراسة، كما توصلت الدراسة إلى أن اكثر الأساليب استخداما في قياس درجة المخاطرة في تباين التدفقات النقديّة هو أسلوب تحليل الحساسيّة وتحليل السيناريو، كما أن

الطرق المستخدمة في تحديد معدل سعر حسم التدفقات النقديّة هي المتوسّط المرجّح لتكلفة رأس المال بنسبة (83.2%)من عينة الدراسة، و (7.4%) يستخدمون تكلفة الاقتــراض، و (1.5%) يستخدمون تكلفة الأرباح المحتجزة، و (5.4%) يستخدمون تكلفة حقوق الملكية للمشاريع الممولة من حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض للمشاريع الممولة من الاقتراض.

وأيضا دراسة لزاريدز (Lazaridis, 2004) هدفت إلى التعرف على الطرق المتّبعة من قبل الشركات القبرصيّة في تقييم الاستثمارات الرأسماليّة والطرق التي تتبعها الشركات فــي معالجة مشاكل التقييم المرتبطة بطرق تقييم الإنفاق الرأسمالي كتحديد وتقدير تكلفة رأس المــال وتحليل المخاطرة.

قام الباحث بتوزيع الاستبيانات على عينة الدراسة البالغ حجمها (100) شركة موزعــة في أنحاء قبرص وكانت نسبة الاستجابة (56%) من الشركات وكانــت الإجابــة علــى هــذه الاستبيانات من قبل المديرين الماليين في الشركات المختلفة الصناعيّة، الغذائيــة والمقــاولات، ونسبة (84.22%) من عينة الدراسة هي شركات صغيرة ومتوسّطة الحجم. حيــث توصــلت الدراسة إلى أن (36.71%) من الشركات تستخدم طريقة فترة الاسترداد، ومن بين الطرق التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود كانت أكثر الطرق استخداماً هي صافي القيمة الحاليّة بنسبة (11.39%) و (8.86%) يستخدمون معدل العائد الداخلي، ونسبة الشركات التي لا تستخدم أي طريقة من طرق تقييم الاستثمار هي (18.99%) ويعود سبب ذلك، إلى أن (50%) من الشركات ليست لديها الخبرة الكافية باستخدام طرق التقييم و (33.33%) من الشركات تعد أن هذه الطرق لا تغير في مستوى الربحيّة الفعلي، والآخرين يدّعون بأنه لا يوجد لديهم موظفون ذوو كفاءة، وعدم توفر الوقت والخبرة، كما أظهرت الدراسة أن (30.19%) من شركات العينــة تــستخدم

طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي في جميع قرارات الاستثمار بينمـا (50.94%) مـن الـشركات تستخدم طرق التقييم عند مستوى محدد من التكلفة، كما أن (85%) من الشركات تستخدم طرق التقييم عند تكلفة استثمار (مليون يورو)، و (5%) من الشركات تستخدم تلك الطرق عند تكلفـة استثمار (عشرة مليون يورو).

أما بالنسبة لتكلفة رأس المال فقد أظهرت نتـائج هـذه الدراسـة أن (30.95%) مـن الشركات تعتمد على تكلفة الاقتراض في تحديدها و (26.19%) يعتمدون على الحكم الشخصي و (20.24%) يعتمدون على تكلفة حقوق الملكية و (5.95%) من الـشركات لا تـستخدم أي أسلوب في تحديد تكلفة رأس المال. كما توصل الباحث إلى أن معظم الشركات القبرصية لا تقوم بأخذ المخاطرة بالحسبان عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

جدول رقم (1-1)
ملخص الدراسات السابقة

السنة	الباحث	عنوان الدراسة	أداة الدراسة	عينة الدراسة	نسبة الاستجابة	النتائج
1973	سالم	المنهج العلمي لدراسة المشروعات الاستثمارية	المنهج العلمي (دراسة نظرية).			اتباع الأسلوب العلمي في دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية له أهمية في تنفيذ المشروعات في الوقت المناسب. ضرورة تحديد المشكلة الاستثمارية واقتراح الحلول البديلة لها، وتقييم البدائل واختيار الحل الأمثل للمشكلة وضرورة الإلمام بالطرق المختلفة المستخدمة في تقييم البدائل الاستثمارية. استخدام طرق التقييم التقليدية قد تعطي نتائج مضللة لتجاهلها القيمة الزمنية للنقود عكس الطرق المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنية للنقود. ضرورة متابعة وتقييم نتائج تنفيذ المشروعات الاستثمارية لمقارنة الواقع الفعلي مع ما هو مخطط.
1985	Haka, et al.	Sophisticated Capital Budgeting Selection Techniques and Firm Performance .	مقابلات شخصية مع المديرين الماليين ومسؤولين التخطيط في شركات الولايات المتحدة الأمريكية للحصول على البيانات اللازمة.	ثلاثون زوج من الشركات (الزوج يتكون من شركة تستخدم الطرق المتطورة والأخرى تستخدم الطرق التقليدية)	%100	اهتمت هذه الدراسة بتفاعل السوق المالية مع واقع تحول الشركات من الطرق التقليدية إلى الطرق المتطورة ولم تتوصل إلى وجود علاقة بين أداء الشركة وبين التطور في قرارات الموازنة الرأسمالية وقد أخذت فترة التحول سنتان وذلك لتقدير الإيرادات غير العادية التي حدثت خلال فترة التحول من الطرق التقليدية إلى الطرق المتطورة.
1991	رمضان	طرق تقويم الإنفاق الرأسمالي وعلاقتها بأداء الشركة (دراسة على الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن)	استبيان تم توزيعه على المدير المالي أو رئيس قسم المحاسبة أو المسؤول عن تخطيط الإنفاق الرأسمالي في المنشأة.	(46) شركة صناعية مدرجة في دليل سوق عمان المالي	%80.4	هناك توجه لدى الشركات الصناعية نحو استخدام الطرق المتطورة التي تقوم على خصم التدفقات النقدية في تقييم البدائل الاستثمارية. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الطرق المستخدمة في تقييم الإنفاق الرأسمالي وأداء الشركة، كما أنه لا توجد علاقة بين الطرق المطبقة وكل من حجم الإستثمارات السنوية وحجم الشركة مقاساً بحجم الأصول المستثمرة في الشركة وإجمالي المبيعات السنوية.
1995	Jog & Strivastave	Capital Budgeting Practicies in Corporate Canada .	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين والتنفيذيين في الشركات الكندية.	(582) شركة كندية	%22.9	75% من الشركات تستخدم طرق خصم التدفقات النقدية لتقييم المشاريع المختلفة منها التوسعية والحديثة والإحلال والاستئجار، ويزداد استخدامها كلما صعب القرار الاستثماري. هناك استخدام مرتفع لفترة الاسترداد بالإضافة إلى الطرق الأخرى وذلك بسبب قيود السيولة، كما أن أسلوب تحليل الحساسية هو الأكثر استخداماً في مواجهة المخاطرة، وأن (25%) من عينة الدراسة لا تستخدم أي أسلوب في مواجهة المخاطرة. استخدام الأساليب الشخصية وغير الموضوعية في تقدير التدفقات النقدية ومعالجة المخاطرة وتقدير تكلفة رأس المال ما زال مرتفعاً وهذا يعكس حقيقة الموازنات الرأسمالية.

1995	مصطفى	دراسة محاسبية اختبارية باستخدام المدخل الإيجابي لطرق تقييم الإنفاق طويل الأجل وعلاقة ذلك بأداء الشركات.	استبيان تم توزيعه على المدير المالي ورئيس قسم المحاسبة أو المسؤول عن تخطيط الإنفاق الاستثماري في تلك الشركات.	(60) شركة مساهمة مدرجة في بورصة الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية.	%86.66	حجم الشركة مُقاساً بحجم الإستثمارات لا يؤثر على الطريقة المستخدمة ولا توجد علاقة بينهما، كما أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين طرق تقييم الإنفاق طويل الأجل وأداء الشركات مُقاساً بالعائد على السهم الواحد. الطرق التقليديّة البسيطة كانت لها صفة الانتشار في التطبيق بشركات العينة، فترة الاسترداد بنسبة (59%). أخذ درجات المخاطرة في الحسبان عند إتخاذ قرارات الإنفاق طويل الأجل لا يلقى اهتمام الغالبية العظمى من شركات العينة ويتم استخدام طرق عشوائية وبسيطة في مواجهة المخاطرة. القرارات الاستثمارية تتم دون إستراتيجية وذلك بالاعتماد على الخبرات السابقة.
1996	Pike	A Longitudinal Suevey on Capital Budgeting Practices.	استبيان تم توزيعه على المديرينالماليين في الشركات البريطانية الكبرى.	(100) شركة	%100	ازدياد استخدام طرق خصم التدفقات النقديّة بالإضافة إلى استخدامها مع الطرق الأخرى. حجم الشركة له علاقة في استخدام الحاسب الآلي الذي بدوره يؤثر في استخدام طرق خصم التدفقات النقديّة وأساليب مواجهة المخاطرة منها تحليل الحساسيّة. الفجوة بين الجانب النظري والجانب العملي قليلة وذلك لإتباع الشركات أساليب الموازنات الرأسماليّة المتطورة نتيجة تبني الشركات برامج الحاسب الآلي قليلة الثمن والتوسع في علم الإدارة.
1997	الحمود وأبراهيم	مدى استعمال أساليب المحاسبة الإدارية وطرق تقويم الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات المساهمة القطرية.	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات المساهمة القطرية.	(29) شركة	%82.8	إن أكثر أساليب المحاسبة الإدارية استخداماً من قبل الشركات هي الموازنات التشغيلية بنسبة (62.5%)، والموازنات الرأسماليّة وتحليل التكلفة والحجم والربح بنسبة(54.2%)، وأهم مميزات أساليب المحاسبة الإدارية أنها تساعد في عملية الرقابة والتخطيط. أهم طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي المستخدمة من قبل الشركات هي فترة الاسترداد ومعدل العائد الداخلي، أما بالنسبة لطرق خصم التدفقات النقديّة تبين أنها غير مستخدمة بنسبة (41.7%) من الشركات.

1997	الرجبي	قرارات الإنفاق الرأسمالي وأثرها على الأداء دراسة ميدانية.	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات الصناعيّة والجهات الاستشارية الأردنية.	(55) شركة مساهمة عامة صناعية و (30) جهة إستشاريّة.	%78 %73	أغلب الشركات والجهات الاستشارية تستخدم الطرق المتطورة عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي والمفاضلة بينها، ونسبة (5%) تستخدم الطرق التقليديّة. هناك علاقة إحصائيّة قوية بين الأهمية النسبية للنشاطات التي يتكون منها قرار الإنفاق الرأسمالي وبين أداء الشركات.
1997	Block	Capital Budgeting Techniques Used by Small Business Firms in the 1990 s.	استبيان تم توزيعه على الشركات الأمريكية الصغرى.	(850) شركة صغرى	%27.29	طريقة فترة الاسترداد أسلوباً مفضلاً لدى شركات العينة بنسبة (42.7%)، حيث إنه ليس مهماً لدى الشركات كم هي ربحية المشروع وإنما كيف يتم تسديد القروض والالتزامات المالية في أقرب وقت ممكن. هناك استخدام متزايد لطرق خصم التدفقات النقديّة بنسبة (27.6%)، وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع الدراسات على الشركات الصغرى في العقود الماضية. (56.7%) من الشركات تفضل سياسة الاستفادة من الحوافز الضريبية في الإستثمارات الرأسماليّة مما يدفعها للحصول على التدفقات النقديّة في اقرب وقت ممكن.
1999	Kester, et al.	Capital Budgeting Practices in the Asia-PacificRegion: Australia, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Philippines, and Singapore.	استبيان تم توزيعه على المديرينالتنفيذيين في الشركات المدرجة في الأسواق المالية للدول الستة.	281 / استراليا 402 / هونغ كونغ 75 / اندونيسيا 560 / ماليزيا 203 / الفلبين 211 / سنغافورة	%20.3 %7.2 %21.3 %6.2 %17.2 %25.6	تقوم الشركات بتحليل جميع الإستثمارات المقترحة بغض النظر عن حجمها وتستخدم طرق خصم التدفقات النقديّة في التقييم باستثناء هونغ كونغ تستخدم فترة الاسترداد في التقييم . أسلوب تحليل الحساسيّة وتحليل السيناريو من أهم الأساليب المتبعة في معالجة مخاطرة المشاريع الاستثمارية، أما أسلوب شجرة القرارات وأسلوب المحاكاة نادراً تطبيقها في الجانب العملي لدى شركات الدراسة. أكثر من نصف الشركات المستجيبة تعتمد على مصدر التمويل في تحديد معدل الخصم، أما في استراليا فيستخدم المتوسط المرجح لتكلفة راس المال، والقليل من الشركات تستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة.

2000	Arnold & hatzopoulos	The Theory-Ptactice Gap in Capital Budgeting: Evidence From the United Kingdom	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات البريطانية الكبرى ومتوسطة الحجم والصغرى.	(296) شركة	%32.4	الفجوة بين الجانب النظري والجانب العملي قليلة حيث إن جميع الشركات الكبرى تستخدم طرق خصم التدفقات النقدية وذلك بسبب التقدم التكنولوجي مما يساعد على سهولة الاحتساب. اكثر من (%90) من الشركات المتوسطة والصغرى تستخدم صافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي في تقييم المشروعات. (%85) من الشركات تستخدم تحليل الحساسيّة وتحليل السيناريو في مواجهة مخاطر المشاريع الاستثمارية، ونادراً استخدام أسلوب تقصير فترة الاسترداد وتوزيع الاحتمالات لدى شركات الدراسة.
2001	Farragher, et al	The Association between the Use of Sophisticated Capital Budgeting Practices and Corporate Performance.	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات الصناعيّة الأمريكية.	(379) شركة صناعية	%34	توصلت الدراسة إلى أن جميع المتغيرات المستقلة وهي (حجم الشركة، الخطورة التشغيلية، حجم رأس المال) ذات علاقة إيجابية مع أداء الشركة، باستثناء درجة تطور الموازنات الرأسمالية وعدد أنواع الصناعات التي تعمل بها الشركة كانت العلاقة بينهما وبين أداء الشركة علاقة سلبية.
2002	الجمل	الإنفاق الرأسمالي وأثره على أداء الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.	نافذة الحدث.	(20)شركة صناعية تم أجراء الدراسة عليها لتوفر البيانات اللازمة عنها في السوق المالي.		وجود علاقة إيجابية بين التغير في الإنفاق الراسمالي والتغير في أسعار اسهم الشركات الصناعيّة حول تاريخ الإفصاح. وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين التغير في أحجام التداول بأسهم الشركات وقد كانت هذه العلاقة إيجابية وقوية لكافة السنوات الأربع من عام 1999 ولغاية عام 2000. وجود علاقة إيجابية بين التغير في أسعار الأسهم والتغير في أحجام التداول حول تاريخ الإفصاح.
2002	Graham & Haravey	How do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decesions ?	استبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات المختلفة في الولايات المتحدة الأمريكية.	(4440) شركة كبرى وصغرى.	%9	حجم الشركة له أثر في إختيار طرق التقييم حيث إن الشركات الكبرى تتبع طرق خصم التدفقات النقديّة، والشركات الصغرى تتبع فترة الاسترداد. الشركات التي تعتمد على التمويل بالإقتراض اكثر استخداما لأساليب الموازنات الرأسماليّة المتطورة وذلك بسبب الحاجة إلى المعرفة والدقة في استثمارات الشركة. (%73.5) من عينة الدراسة يستخدمون نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة في تحديد معدل الخصم وهذا الأسلوب اكثر إتباعا في الشركات الكبرى والعامة منها في الشركات الصغرى والخاصة، حيث إن الشركات الكبرى اكثر تطورا في تقييم المشاريع ذات المخاطرة من الشركات الصغرى.

2002	Ryan & Ryan	Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How have Things changed ?	إستبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في شركات الولايات المتحدة الامريكية.	(1000) شركة	%20.5	(%99.5) من عينة الدراسة يقومون بتحليل ودراسة قرار الإنفاق الرأسمالي. طرق خصم التدفقات النقديّة أكثر استخداما بين طرق التقييم خصوصاً في الشركات ذات حجم الإنفاق الرأسمالي المرتفع ، حيث إن هناك علاقة إيجابية بين حجم الإنفاق الرأسمالي وصافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي. (%83.2) من عينة الدراسة يستخدمون نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة.
2004	Lazaridis	Capital Budgeting Practices: A Survey in the Firms in Cyprus.	إستبيان تم توزيعه على المديرين الماليين في الشركات القبرصية الصناعيّة.	(100) شركة قبرصية.	%56	(%36.71) من الشركات تستخدم طريقة فترة الاسترداد في تقييم الإستثمارات، و (%11.39) من الشركات تستخدم صافي القيمة الحاليّة، و (%18.99) من الشركات لا تستخدم أي طريقة من طرق تقييم الإستثمارات ويعود ذلك إلى أن الشركات ليس لديها الخبرة الكافية في طرق التقييم وإنها لا تغير في مستوى الربحية الفعلي، واكثر من نصف الشركات تستخدم طرق التقييم عند مستوى محدد من تكلفة الاستثمار. (%5.95) من الشركات لا تستخدم أي أسلوب في تحديد معدل الخصم (تكلفة راس المال) وإن معظم الشركات القبرصية لا تقوم بتحليل المخاطرة عند إتخاذ القرارات الاستثمارية .

ما تتميّز به هذه الدراسة مقارنة بالدراسات السابقة

1. من خلال دراسة الأدبيّات السابقة تبين وجود ندرة في الدراسات التي تتناول هذا الموضوع على الصعيد المحلي –حسب علم الباحث– حيث كانت آخر دراسة في هذا الموضوع دراسة الرجبي (1997) وكانت عينة دراسته على (43) شركة مساهمة عامة صناعيّة و(22) جهة استشارية، وبالنظر إلى التطور الذي شهده الأردن في السنوات الأخيرة، والأساليب العلميّة المتطورة والمستخدمة في دراسة واتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي ودراسة المخاطر المحيطة به في بيئة الاستثمار تبين أن نسبة الاستثمار قد ارتفعت بشكل ملحوظ نتيجة التشجيع المستمر من قبل الجهات المسؤولة في البلد على الاستثمار، خصوصاً في قطاعي الصناعة والخدمات كما ذكر سابقاً مما يستدعي إجراء العديد من الدراسات على هذين القطاعين.

2. ركزت الدراسة التي أجريت في الأردن (رمضان، 1991) على قطاع الصناعة فقط بينما ستتناول هذه الدراسة قطاع الصناعة والخدمات معاً، ويُعدان من أهم ركائز الاقتصاد الوطني الأردني، حيث أنه لم يتم إجراء أي دراسة من قبل على الشركات الصناعيّة والخدميّة معاً والمدرجة في بورصة عمان، ومن ثم سيتم التعرف على طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي المتّبعة في الشركات الصناعيّة والخدميّة، وإجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة المتّبعة من قبل الشركات وأثرها على الأداء المالي وأساليب معالجة المخاطرة وطرق تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتّبعة من قبل الشركات محور الدراسة، حيث إن الهدف من الإنفاق الرأسمالي هو تعظيم قيمة المنشاة وثروة الملاك.

فرضيّات الدراسة

تقوم هذه الدراسة على ست فرضيّات، وقد صيغت فرضيّة العدم في كل من هذه الفرضيّات على النحو التالي:

H01 : لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية في استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة لطرق التقييم المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والطرق التقليديّة عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية.

H02 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والتي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي.

H03 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة التي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي.

H04 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين حجم الشركة مُقاساً بحجم رأس المال والطريقة المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

H05 : لا تستخدم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

H06 : لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائيّة في استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة للطرق الموضوعيّة أو غير الموضوعيّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

- تمهيد
- مفهوم الموازنات التخطيطيّة (التقديريّة).
- مفهوم الموازنات الرأسماليّة.
- أنواع قرارات الإنفاق الرأسمالي.
- خصائص قرارات الإنفاق الرأسمالي.
- عمليّة إعداد الموازنات الرأسماليّة.
- طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.
- أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثماريّة.
- طرق تحديد معدل خصم التدفقات النقدية (سعر الحسم).

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

تمهيد

تطمح الإدارة في الشركات المختلفة إلى تحقيق أهدافها المنشودة بأعلى كفاءة ممكنة، ضمن الموارد والإمكانات المتاحة، مما يتطلب من الإدارة وصف مجموعة الأعمال المطلوب إنجازها لتحقيق مجموعة الأهداف المحددة سلفاً، وتحويل الاستراتيجيّة المتبعة في تحقيق الأهداف بعد تطويرها على جميع مستويات الإدارة إلى أرقام كميّة، حيث وجدت أساليب خاصة للتخطيط والرقابة باستخدام الموازنات. ولا بد من التعرف في هذا الفصل على مفهوم الموازنات التخطيطيّة ، وبعض الجوانب المختلفة للموازنات الرأسماليّة، على اعتبار أن الموازنة الرأسماليّة محور الاهتمام في هذه الدراسة هي إحدى الموازنات التخطيطيّة حيث تستخدمها المحاسبة الإداريّة كأداة للمساعدة في اتخاذ القرارات من خلال توفيرها للمعلومات المتعلقة بالاستثمار في المشروعات والمنافع التي تعود من وراء هذا الاستثمار والتي يتم من خلالها الإشراف على التنفيذ والمتابعة.

مفهوم الموازنات التخطيطيّة Budgets

وردت تعريفات كثيرة في الفكر المحاسبي للموازنات التخطيطيّة (التقديريّة) حيث كل منها يركّز على ناحية معينة حسب وجهة نظر الكتّاب واتجاهاتهم الفكريّة والعلميّة، إلا أنها لا تختلف من حيث الجوهر ومن هذه التعريفات ما يلي:

"عبارة عن تمثيل رقمي لخطط العمل والتوقعات المستقبليّة للإدارة العليا، حيث يتم تحويل هذه التوقعات والخطط إلى نموذج مالي متكامل ومتناسق لتحقيق أهداف الإدارة ويتم من خلال الموازنات التخطيطيّة بيان بالقيم المتوقعة بناءًا على الخبرة السابقة والظروف المتوقعة لكل بند من بنود الأصول والخصوم والأرباح والخسائر خلال فترة زمنيّة محددة تكون بالعادة سنة ماليّة يتم تقسيمها على أرباع سنويّة" (النجار، 2004، ص. 59).

وتعرف كذلك أن "الموازنة هي واحدة من التقنيات الأكثر استخداماً من قبل الإداريين من اجل مساعدة الإدارة في التخطيط والرقابة" (Killough and Leininger, 1987, p. 19).

كما وأشير إليها على أن "الموازنة خطة كميّة معبر عنها بالوحدة النقديّة، ويتم إعدادها والمصادقة عليها قبل فترة التنفيذ، وفي العادة تُظهر الإيرادات الناتجة والمصروفات التي ستظهر خلال تلك الفترة ورأس المال العامل لتحقيق الأهداف الموضوعة" (Inman, 1988, p. 176).

وعرّفت أيضاً أن "الموازنة خطة ماليّة للموارد المطلوبة من اجل تنفيذ المهام ومقابلة الأهداف الماليّة للمنشأة" (Deakin and Maher, 1991, p. 672).

كما أن "الموازنة هي تعبير رقمي مقترح من قبل الإدارة لفترة مستقبليّة تعبر عن الخطط المراد تطبيقها في المستقبل" (Horngren et al, 2003, p. 176).

وما يُستدل عليه من التعريفات للموازنة أعلاه، أنها ببساطة عبارة عن خطة ماليّة تستخدم في إدارة مصادر المنشأة، ومن الطبيعي أن كل شخص أو منشأة تستخدم بعض الموازنات بهدف تحقيق استخدام كفؤ وفعّال للموارد النادرة، بالإضافة إلى استخدم معلومات الموازنات خلال العمليّة الإداريّة، وكما أُشير لمنافع الموازنة على أنها أداة للتخطيط والتنظيم والرقابة والتنسيق والإتصال والتحفيز داخل المنشأة، بالرغم من أنها تطبق بشكل أساسي في وظيفتي التخطيط والرقابة (الفداغ، 2000).

مفهوم الموازنات الرأسماليّة Capital Budgeting

بعد تعريف الموازنات التقديريّة وبيان مفهومها نأتي لمفهوم الموازنات الرأسماليّة وقد تم تعريفها من قبل الباحثين وكتّاب كثر، ولقد تمت دراسة هذا الموضوع تحت عدة عناوين منها الموازنات الرأسماليّة، ودراسات الجدوى الاقتصاديّة ومشروعات الإنفاق الرأسمالي، ولأن عمليّة الاستثمار في الأصول الرأسماليّة تحتاج إلى مبالغ مرتفعة نسبياً تؤثر على ربحيّة المنشأة طيلة فترة حياة الأصول التي يتكون منها المشروع الاستثماري، فقد حظي موضوع قرارات الإنفاق الرأسمالي باهتمام عدة جهات منها المحاسبون والاقتصاديّون والإداريّون ومكاتب الاستشارة.

وتعرّف الموازنة الرأسماليّة على أنها "أداة تستخدمها المحاسبة الإداريّة للمساعدة في اتخاذ القرارات من خلال توفيرها للمعلومات المتعلقة بالاستثمار في المشروعات والمنافع التي تعود من وراء هذا الاستثمار والتي يتم من خلالها الإشراف على التنفيذ والمتابعة" (العربيد، 2003، ص. 227).

وتم تعريفها على أنها "الموازنة الخاصة بالقرارات الاستثماريّة أو ما تسمى (بالمصروفات الرأسماليّة أيضاً) مثل قرار شراء معدات وأجهزة جديدة لتوسيع العمل أو قرار تجديد واستبدال بعض الماكينات والآلات أو المعدات الموجودة أصلا لدى المشروع وغيرها من القرارات المتعلقة بالاستثمار" (السامرائي، 1997، ص. 164).

وقد أشير إليها بأنها "الاسم الذي يستعمل لعمليّة تخطيط تلقي واكتساب استثمارات طويلة الأجل" (Finkler, 1992, p. 203).

ومن هنا تظهر أهمية الموازنات الرأسماليّة حيث إن القرارات المتعلقة بالمشروعات الرأسماليّة تؤثر على المنشأة وعلى كل إداراتها، و ما هي إلا مبادلة للأموال في الوقت الحالي مقابل العوائد التي نتوقعها في المستقبل وعلى عدد من السنين.

أنواع قرارات الإنفاق الرأسمالي Types of Capital Expenditure Decisions

تُعد قرارات الموازنات الرأسماليّة من القرارات طويلة الأجل التي تتطلب الموارد الآن ولكن الاسترداد أو المكاسب على هذه الموارد يتوقع أن تتم خلال فترة زمنيّة ممتدة في المستقبل وتبوب قرارات الإنفاق الرأسمالي وفق أنواع مختلفة وأهمها كما أشار إليها الرجبي (2004).

1. شراء أصول جديدة، حيث يتم شراء أصول لم تكن موجودة في المنشأة فيتم تخصيص موارد اقتصاديّة لهذه المشروعات الجديدة والتي بالعادة تستهدف إنتاجاً جديداً لم تنتجه المنشأة من قبل.
2. قرارات خاصة بالتوسع وهي تخص إضافة خطوط إنتاج حيث تخصص الموارد الاقتصاديّة بقصد التوسع في المشاريع القائمة.
3. قرارات الإحلال أو الإستبدال، وتتضمن إستبدال آلات جديدة بدلا من أخرى موجودة، ويتخذ القرار بعد المقارنة بين إنتاج الآلات الجديدة والقديمة، وذلك أن الآلات الجديدة يفترض أن تكون اكثر إنتاجيّةً وكفاءةً من القديمة.
4. قرارات خاصة بالاستئجار ويتم في هذه القرارات المقارنة بين الاستئجار وعمليّة الشراء ويتم اتخاذ القرار بناءًا على إذا ما كانت الموارد في الشراء سوف تحقق عائدا اكبر فيما لو تمت عمليّة الاستئجار.

5. مشاريع السلامة والبيئة وغالباً يطلق عليها الاستثمارات الإلزاميّة وهي النفقات اللازمة للصرف على القوانين والنظم الحكوميّة،مثل اتفاقيات العمالة والتأمين والضمان الاجتماعي (Upadhyay, 1985).

حيث إن الهدف الذي تسعى الإدارة إلى تحقيقه في جميع الأحوال هو التقصي عن حصيلة الأرباح التي سوف يحققها المشروع من كل مقترح فإن المعايير التي يستند إليها القرار والأسس التي يسترشد بها لا بد وأن تشتق من الهدف وتتسق مع إمكانيّة تحقيقه كما أشار إلى ذلك (مرعي ومرعي، 2000).

وتعتمد ربحيّة القرار الاستثماري الرأسمالي على عدة عوامل كما أشار إليها كحالة وحنان (1997) وأشار إليها أيضاً مرعي ومرعي (2000) ونور والسوافيري (1993) وهي:

1. حجم المبالغ الاستثماريّة المطلوبة لتنفيذ المشروع المقترح الرأسمالي.
2. الزيادة في صافي التدفقات النقدية (Inflow) الواردة في المستقبل والناتجة عن زيادة حجم النشاط، أو عن الوفورات في التكاليف (Outflow).

خصائص قرارات الإنفاق الرأسمالي

Characteristics of Capital Expenditure Decisions

إن القرارات الرأسماليّة التي تتخذها المنشاة تلعب دوراً هاماً في نجاحها على المدى الطويل، ذلك أن التدفقات النقديّة المتعلقة بهذه القرارات تؤثر على عمليات المنشاة لفترة طويلة من الزمن وتحدد مدى نجاحها في تحقيق أهدافها.

ومنها نجد أن القرارات الرأسماليّة تتميز بعدد من الخصائص وهي:

1. تتمثل معظم قرارات الإنفاق الرأسمالي في تعهدات أو ارتباطات طويلة الأجل؛ أي إن المشروعات تبقى ويستفاد منها اكثر من سنة واحدة فمعظمها يستمر اكثر من خمس سنوات أو حتى ربما اكثر من عشرين سنة في بعض الأحوال، وكون تلك الاستثمارات تحتاج إلى مبالغ كبيرة ينبغي على المنشأة أن تخطط جيداً لتلك الاستثمارات والسعي لتدبير ما يلزم منها (هيتجر وماتولتش، 1988).
2. إن القرارات الرأسماليّة التي يتم اتخاذها في الوقت الحالي تحدد مدى نجاح المنشاة في تحقيق أهدافها المستقبليّة لعدة سنوات قادمة، بمعنى إن قرارات الإنفاق الرأسمالي لها دور حيويّ في النجاح طويل الأجل لكثير من الوحدات الاقتصادية وتحدد سرعة واتجاه نمو المنشأة ، وبالتالي فإن القرارات الاستثماريّة الخاطئة تؤدي إلى كوارث تؤثر على وجود وحياة المنشأة نفسها، فهي تؤثر أيضاً على مؤشّرات المخاطر في المنشأة. (الحارس، 2004).
3. القرارات الرأسماليّة لا يمكن الرجوع عنها أو عكسها خاصة بعد أن يتم تنفيذ جزءًا منها ويعود ذلك لصعوبة بيع الأصول التي يتم شرائها مما يستدعي من المنشأة بيع الأجهزة والمعدات بأسعار قليلة مما يحمل المنشأة خسائر كبيرة (خان وغرايبه، 1995).
4. القرارات الرأسماليّة تستوجب عمليّة تقييم لأحداث المستقبل، وبالتالي فان عمليّة التنبؤ بأحداث المستقبل تعد من اعقد العمليات واقلها دقة، وأن طول العمر الإنتاجي سوف يزيد من صعوبة التنبؤ بالإيرادات والمصروفات ووفورات التكلفة، وتعود تلك الصعوبة في دقة التوقعات إلى تغيير الظروف الاقتصاديّة والسياسيّة والاجتماعيّة (خان وغرايبة، 1995).

إن المشاريع الرأسماليّة تتطلب تعهدات أو ارتباطات بقيم ماليّة ضخمة وليست كالمشتريات قليلة الأهمية النسبيّة حيث إن المشتريات لا تعامل كالمشاريع الرأسماليّة بل تعامل كمصروف فترة جارية ويتم أقفالها في نهاية الفترة الماليّة في ملخص الدخل.

عمليّة إعداد الموازنات الرأسماليّة The Capital Budgeting Process

إن إعداد الموازنة الرأسماليّة هو عبارة عن "اتخاذ القرارات التخطيطيّة الرأسماليّة طويلة الأجل المتعلقة بالاستثمارات وتمويلها" (كحالة وحنان، 1997، ص. 159).

ونظراً لأهمية الموازنات الرأسماليّة فمن الضروري أن يقوم جميع مديري الإدارات والمعنيين في المنشأة بالمشاركة الفعّالة لإعداد هذه الموازنة، فمديري الإدارات المختلفة في المنشأة يقومون بتقديم العروض التفصيليّة المتعلقة بالمشروعات الرأسماليّة ويقوم المدير المالي بدوره بتنسيق هذه المشروعات الاستثماريّة التي تم إختيارها بعد دراسة جميع المشروعات والبدائل.

وعلى الرغم من أن إجراءات إعداد الموازنة تختلف في عمليّة تطبيقها من منشأة لأخرى إلا أنه يمكن صياغة البرنامج التالي لإعداد الموازنة الرأسماليّة (راضي وحجازي، 2001).

1. تقديم العروض والاقتراحات المتعلقة بالمشروعات الاستثماريّة التي يقترح تنفيذها.
2. التنسيق بين المشروعات الاستثماريّة المقترحة وتحقيق الاتصال بين مقدمي العروض والإدارة العليا.
3. إجراء الدراسات والتحاليل الخاصة بتقييم البدائل الاستثماريّة المختلفة.
4. دراسة وتقييم كافة البدائل الاستثماريّة المقترحة.
5. إقرار المشروعات الاستثماريّة التي تمثل افضل البدائل المختارة.

6. وضع موازنة الإنفاق الرأسمالي على ضوء المشروعات الاستثماريّة التي تم إختيارها وإقرارها.

7. مراجعة وتعديل موازنة الإنفاق الرأسمالي إذا لزم الأمر لتتوافق مع المشروعات التي تم إقرارها (راضي وحجازي، 2001).

وكما أشار أيضاً باسيلي (2001) وظاهر (2002) إلى أن عمليّة اتخاذ القرارات الاستثماريّة طويلة الأجل تمر بست مراحل يُواجه المدير في كل مرحلة منها بمسألة اتخاذ القرار طول حياة المشروع، ومراحل إعداد الموازنات الرأسماليّة هي:

1. مرحلة التحقق Identification Stage

حيث يتم من خلال هذه المرحلة التعرف والتمييز بين مشروعات الإنفاق الرأسمالي المختلفة لمعرفة تلك المشاريع التي سوف تحقق أهداف المنشأة وإستراتيجياتها الرئيسيّة، فقد يكون الهدف على سبيل المثال هو تحسين إنتاجيّة قسم معين، ومشروع الإنفاق الرأسمالي يُتحقق من هذا الهدف بشراء أجهزة وآلات حديثة.

2. مرحلة البحث Search Stage

وتهدف هذه المرحلة إلى استكشاف العديد من استثمارات الإنفاق الرأسمالي الممكنة التي يمكن من خلالها تحقيق أهداف المنشأة، وهي بمثابة الدراسة الأوليّة للبدائل المختلفة للاستثمارات الرأسماليّة حيث يتم التقييم الأولي لهذه البدائل من خلال التعرف على ما تحتاجه من آلات ومهارات وما شابه، وفي هذه المرحلة يتم رفض جزء من البدائل بينما بقية البدائل تقييم بصورة اعمق في مراحل لاحقة.

3. مرحلة الحصول على المعلومات Information-Acquisition Stage

وفي هذه المرحلة يتم التعرف على نتائج بدائل الاستثمارات، بحيث يمكن قياس ووصف آثار الإنفاق الرأسمالي، حيث يتم تجميع معلومات عن التكاليف المتوقعة والنتائج المتوقعة للبدائل المختلفة مثل حجم المبيعات المتوقع والتكلفة المتغيّرة للوحدة، كما أن الموازنة الرأسماليّة ترتكز عادة على عناصر كميّة وماليّة، و قد تكون هناك عناصر كميّة غير ماليّة (الفترة الزمنيّة اللازمة لإنجاز المشروع)، وعناصر وصفيّة (جودة أداء الآلة، درجة التأمين في الآلة لحماية العمال من مخاطر العمل، والقدرة على إجتذاب عمال أكفاء) ويمكن للإدارة أن تأخذ هذه العناصر بالحسبان في حال كونها ذات أهمية.

4. مرحلة الاختيار Selection Stage

وتهدف هذه المرحلة إلى التعرف على الأساليب المتبعة لتحليل المخرجات المتوقعة نتيجة قرارات الموازنة الرأسماليّة والتي يمكن قياسها والتعبير عنها ماليّاً، وإختيار المشروع الذي يكون فيه الفرق بين المنافع والتكاليف اكبر ما يمكن كما ينبغي الإعتماد على حكمة وحنكة المديرين في إعطاء وزن نسبي للعناصر الوصفيّة خاصة عند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسماليّة.

5. مرحلة التمويل Financing Stage

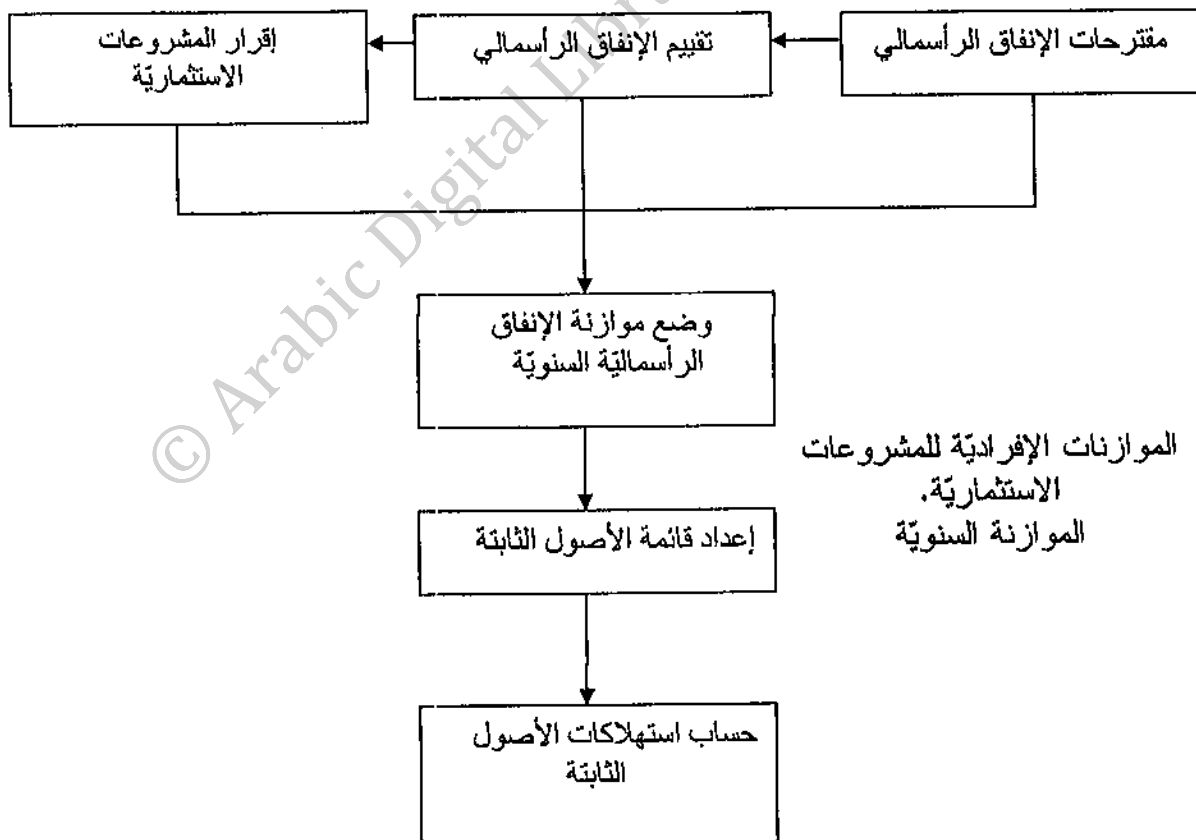
تهدف هذه المرحلة إلى الحصول على التمويل اللازم للمشروعات حيث توجد مصادر تمويل داخليّة وخارجيّة، ومعرفة الطريقة الأفضل للتمويل واتباعها، وغالباً ما تكون وظيفة التمويل من مسؤوليّة الإدارة الماليّة بالمنشأة.

6. مرحلة التنفيذ والرقابة Implementation and Control Stage

وتهدف هذه المرحلة إلى وضع المشروعات في حالة حركة، وتشتمل الرقابة على مراجعة مسبقة للقرار، حيث إن التنبؤات المعدة في وقت المشروع تقارن بالنتائج الفعليّة ولكي يكون هناك تغذية عكسيّة فعّالة، يجب أن يحدد نظام التكاليف إيرادات وتكاليف كل مشروع عبر الفترات الزمنيّة التي يغطيها.

ويوضح الشكل التالي الخطوات الرئيسيّة التي تمر بها عمليّة إعداد موازنة الإنفاق الرأسمالي :

الشكل (1-2)



المصدر : (راضي وحجازي، 2001، ص.211)

طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي

Methods of Evaluating Capital Expenditure Projects

بما أن المشروعات الرأسماليّة هي من النوع طويل الأجل، فلا بد من إعادة النظر فيها وتقييمها بشكل دوري وذلك من اجل معرفة مدى الجدوى الاقتصاديّة للمشروع الاستثماري، والمفاضلة بينها بغرض تزويد الإدارة بالمعلومات للمساعدة في اتخاذ قرار إختيار أفضلها في ضوء أهداف المنشأة وسياستها وإمكاناتها المتاحة.

ويوجد في الحياة العمليّة عدة طرق، منها الطرق المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة، والطرق التقليديّة التي لا تأخذ بالحسبان العمر الإنتاجي الكامل للمشروع الاستثماري والقيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة (التغير في القوة الشرائيّة للنقد).

وفيما يلي الطرق التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة للمنافع والتكاليف المترتبة على قرار الاستثمار الرأسمالي (طرق التدفق النقدي المخصوم Discount Cash Flow Methods) وهي كما أشار إليها هيتجر وماتولتش (1988).

1. طريقة صافي القيمة الحاليّة — Net Present Value (NPV)
2. طريقة معدل العائد الداخلي — Internal Rate of Return (IRR)
3. طريقة مؤشّر الربحيّة — Profitability Index (PI)

أما الطرق التي لا تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة المتوقعة من المشروع المقترح وهي كما أشار إليها هيتجر وماتولتش (1988).

1. طريقة فترة الاسترداد — Payback Period (PB)
2. طريقة معكوس فترة الاسترداد — The Payback Reciprocal
3. طريقة معدل العائد المحاسبي — Accounting Rate of Return (ARR)

طرق تقييم المشروعات التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة

Discount Cash Flow Methods

وهي تعرف " بطرق التدفق النقدي المخصوم ويشير مصطلح التدفقات النقديّة إلى أن كل التدفقات النقديّة الداخلة والخارجة المتوقعة والخاصة بالمشروع يتم خصمها بمعدل فائدة مناسب إلى قيمتها الحاليّة" (الحارس، 2004، ص. 338).

إن طرق التدفق النقدي المخصوم تزن بوضوح القيمة الزمنية للنقود (Time Value of Money) عند تقييم المشروعات الاستثماريّة، لذلك تُعد من افضل الطرق للاستخدام عند اتخاذ القرارات الطويلة الأجل. وتركّز تلك الطرق على التدفقات النقديّة وفقا للمبدأ النقدي بدلاً من تركيزها على الدخل التشغيلي الذي يعتمد على الإيرادات والمصروفات التي تخص السنة وفقا لمبدأ الاستحقاق، فالنقديّة التي تستثمر الآن على أمل أن تدر عائداً في المستقبل (باسيلي، 2001).

وتُعد النقود عادة المقياس الملائم لتقييم البنود الكميّة من الموازنة حيث إن التعبير الرقمي يُعد أساسًا للمقارنة والمفاضلة وهذا التعبير عن القيمة من تاريخ معين يختلف عنه في تاريخ آخر وذلك نتيجة تغير القيمة الزمنيّة للنقود، وسنتعرض لأهم الطرق ومفهومها، والتي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة.

طريقة صافي القيمة الحاليّة Net Present Value (NPV)

تُعد هذه الطريقة من الطرق الحديثة والمتطورة قياساً بطريقة فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي، وهي الأكثر استخداماً في الواقع العملي وذلك لأنها تراعي القيمة الزمنيّة للنقود

وهي عبارة عن الفرق بين القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة والقيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الخارجة للمشروع (عطية ومحمد، 2000).

وتفترض هذه الطريقة أن كل التدفقات النقديّة الداخلة والخارجة يتم خصمها باستخدام اقل معدل عائد مقبول ترغب الشركة في تحقيقه، وعليه فإن هذه الطريقة تتطلب من الإدارة في البداية تقرير اقل معدل عائد مقبول ويكون في العادة عبارة عن تكلفة رأس مال المنشأة "ويسمى الحد الأدنى عادة بتكلفة الفرصة البديلة للأموال أو ما يستطيع أصحاب المنشأة تحقيقه لو استثمروا أموالهم خارج المنشأة" للوصول إلى القيمة الحاليّة لجميع التدفقات النقديّة كما أشار إلى ذلك (نور وعلي، 2003، ص. 309). ويسمى أيضاً بمعدل العائد المطلوب وهو الحد الأدنى المقبول لمعدل العائد على الاستثمار Required Rate of Return (RRR) ويسمى أيضاً بمعدل الخصم كما أشار إلى ذلك (باسيلي، 2001).

وتعتمد هذه الطريقة على المقارنة بين التدفقات النقديّة الداخلة والخارجة باستخدام معدل خصم مقبول وتستخرج بالتالي القيمة الحاليّة لكافة التدفقات المستقبليّة المتوقعة لكل مشروع استثماري على حده، وقبول أي مشروع أو رفضه يعتمد على ما يلي:

- إذا كانت صافي القيمة الحاليّة اكبر من صفر يقبل المشروع.
- إذا كانت صافي القيمة الحاليّة اصغر من صفر يرفض المشروع.
- إذا كانت صافي القيمة الحاليّة تساوي صفر يمكن قبول المشروع أو رفضه حسب الاعتبارات الأخرى، مثل عوامل التضخم والمخاطرة والأثر الضريبي (Hilton, 1999).

وتقوم هذه الطريقة على عدة فرضيّات كما أشار إليها السعايدة (1993) وهي:

1. إن المنشأة ستقوم بإعادة استثمار التدفقات النقديّة الداخلة من المشروع الاستثماري بمعـــدل فائدة (على أساس تكلفة رأس المال) مساوٍ لمعدل الخصم المستخدم في حساب صافي القيمة الحاليّة.
2. عند قيام المنشأة بتمويل (إقتراض) تكلفة المشروع الاستثماري في بداية حياته فـــإن ســـعر الفائدة الذي تدفعه مساوٍ لمعدل الخصم.
3. أن معرفة معدل العائد الحقيقي على كل استمثار غير مهم لإدارة المنشأة فالمهم هو الوصول إلى صافي قيمة حاليّة موجبة للمشروع.

أما مميزات طريقة صافي القيمة الحاليّة فهي:

1. "العديد من المنشآت تفضل استعمال طريقة صافي القيمة الحاليّة لبساطتها وإمكانية تطبيقها في كافة الظروف والأحوال بالإضافة إلى أنها تؤدي إلى اتخـــاذ القـــرارات الاســـتثماريّة السليمة" (جمعة وآخرون، 2000، ص. 165).

وأضاف إلى ذلك خان وغرايبه (1995) على أن طريقة صافي القيمة الحاليّة:

2. تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود.
3. إن هذه الطريقة تحسب جميع التدفقات النقديّة التي تحدث خلال الحياة الإنتاجيّة للمشروع الاستثماري وتدخلها في العمليات الحسابيّة.
4. يتم إختيار المشاريع بشكل ينسجم مع هدف مضاعفة قيمة المنشأة واستثمارات المـــساهمين فيها وأنّ صافي القيمة الحاليّة الموجبة تؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي مما يزيد مـــن قيمة استثمارات المساهمين.

ومن أهم عيوب هذه الطريقة كما أشار إليها كل من خان وغرايبه (1995)

1. صعوبة حسابها إلى حد ما وخاصة إذا ما قورنت مع الطرق التقليديّة (فترة الاسترداد، معدل العائد المحاسبي).
2. كما إنها لا تعطي نتائج مرضية إذا كان أحد المشاريع البديلة يتطلب استثمارات اقل أو اكثر من المشروع الذي تم إختياره.
3. تفترض مقدماً أن معدل الخصم المناسب معروف سلفاً والذي يساوي تكلفة رأس المال في المنشأة.

طريقة معدل العائد الداخلي Internal Rate of Return (IRR)

تُعد طريقة معدل العائد الداخلي إحدى طرق التدفق النقدي المخصوم، ويمكن استعمال طريقة العائد الداخلي للمفاضلة بين المشاريع الاستثماريّة المختلفة، وتشير الأبحاث الميدانيّة لاستخدام أساليب الموازنة الرأسماليّة إلى أن متخذي القرارات يفضلون النتائج على شكل نسب مئويّة، وليس قيماً مطلقة، ويعود ذلك إلى الإعتماد السابق على معدل العائد كنسبة مئويّة، حيث إن معدل العائد الداخلي يعطي النتائج على شكل نسبة مئويّة كما أشار إلى ذلك (العربيد، 2003). وسمي بمعدل العائد الداخلي لاعتماده أساساً على عوائد وتكاليف المشروع وليس على معدل يتم تحديده خارج المنشأة وهو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحاليّة لأي استثمار مساوياً للصفر (خان وغرايبه، 1995).

ويعرّف معدل العائد الداخلي بأنه "أقصى معدل للفائدة يمكن دفعه عن الأموال خلال فترة استثمارها دون تحقيق أية خسائر للمشروع وعليه يمثل معدل العائد الداخلي سعر الفائدة

الواقعي أو الفعلي على الأموال المستثمرة من المدة المستثمرة فيها" (Williamson, 1996, p. 591).

ويمكن تعريفه أيضاً بأنه "المعدل الذي يتم على أساسه خصم التدفقات النقديّة المستقبليّة للوقت الحالي، ويتمثّل معدل العائد الداخلي في المعدل الذي تتساوى عنده القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة مع القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الخارجة" (الرزق وزواتي، 1993، ص. 252).

وبالرغم من أن تكلفة رأس المال لا تستعمل في عمليّة حساب العائد الداخلي، إلا أنه وبعد حساب معدل العائد الداخلي والانتهاء من إجراءاته تتم مقارنته بتكلفة رأس المال في الوحدة، وهنا إن كان معدل العائد الداخلي اكبر من تكلفة رأس المال يُعد الاستثمار مربحاً، وإن كان معدل العائد الداخلي اقل من تكلفة رأس المال يُعد الاستثمار غير مربح ويرفض المشروع بناءاً على ذلك (Besley and Brigham, 2000).

حيث إن المنشآت المختلفة تستعمل تكلفة رأس المال بمثابة معدل القطع أو الفصل (Cut off rate) الذي يتم مقارنته مع معدل العائد الداخلي لاتخاذ القرار بقبول أو رفض المشروع الاستثماري، وفي حال كون مصادر الأموال تتكون من مصادر داخليّة (حقوق الملكيّة) ومصادر خارجيّة (إلتزامات للغير) فإنه يتم الإعتماد على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال الذي يأخذ بالحسبان الهيكل التمويلي للمنشأة (جمعة وآخرون، 2000).

بمعنى آخر فأنه يتم إختيار المشروعات الاستثماريّة التي تحقق معدل عائد داخلي يكون اكبر مما تدفعه المنشأة مقابل ما استخدمته من رأس المال، مما يجب مراعاة التغير في الهيكل التمويلي للمنشأة والذي يتسبب في التغيّر على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، مما يؤثر بالتالي على تقييم المشاريع الاستثماريّة المختلفة.

أما مميزات طريقة معدل العائد الداخلي فهي: ١

1. تعتمد بشكل أساسي على القيمة الزمنيّة للنقود وتوقيت التدفقات النقديّة، أما المفاهيم المحاسبيّة المتعلقة بقياس الدخل فإنها لا تلعب دوراً في تقييم المشروعات لكونها تؤثر على التدفقات النقديّة (هيتجر وماتولتش، 1988).

وأشار أيضاً إلى خصائص هذه الطريقة كل من خان وغرايبه (1995) على أنها:

2. تُدخل في حساباتها جميع التدفقات النقديّة الناتجة عن المشروع خلال العمر الإنتاجي له.
3. الأرقام الناتجة عن هذه الطريقة تكون بالنسبة المئويّة ولها مدلول دقيق يعبّر عن معدل العائد على رأس المال الذي ترغب المنشأة في تحقيقه.
4. حساب تكلفة رأس المال (أو معدل العائد المطلوب) لا يتم افتراضه مسبقا كما هو الحال في طريقة صافي القيمة الحاليّة ويمثّل معدل العائد الداخلي الحد الأعلى لمعدل العائد ويعطي فكرة جيدة عن ربحيّة المشروع حتى في غياب تكلفة رأس المال.
5. تنسجم هذه الطريقة مع أهداف المنشأة المتعلقة بمضاعفة قيمة حقوق المساهمين.

أما بالنسبة للعيوب والقصور في هذه الطريقة كما أشار إليها خان وغرايبه (1995).

1. صعوبة حسابها وفهمها، حيث إن طريقة حسابها تعتمد على مبدأ التجربة والخطأ للوصول إلى معدل العائد الداخلي الذي يجعل صافي القيمة الحاليّة مساوٍ للصفر.
2. تفترض هذه الطريقة أن التدفقات النقديّة التي يدرها المشروع في السنوات الأولى من حياته الإنتاجيّة يتم إعادة استمثارها بعائد يساوي معدل العائد الداخلي، ومن المعروف أن عائد إعادة الاستثمار يختلف باختلاف التدفقات النقديّة للمشاريع، عكس طريقة صافي القيمة

الحاليّة حيث يعاد استثمار الإيرادات النقديّة للمشروع بعائد يساوي تكلفة رأس المال للمنشأة (معدل العائد المطلوب) وهو معدل عائد ثابت ويستخدم لكافة مشاريع الاستثمار.

3. قد تكون نتيجة حسابات طريقة معدل العائد الداخلي مغايرة لطريقة صافي القيمة الحاليّة حيث نقطة الخلاف بينهما في ترتيب المشاريع حسب أفضليتها وذلك إذا كانت المشاريع أو الاستثمارات تختلف في النواحي التالية:

ا. اختلاف الحياة الإنتاجيّة للمشروع عن المشاريع الأخرى.

ب. اختلاف المبالغ المخصصة والمطلوبة للاستمثار الأصلي.

ج. اختلاف توقيت ونمط التدفقات النقديّة.

وتتفق طريقة صافي القيمة الحاليّة مع طريقة معدل العائد الداخلي عند قبول أو رفض المشروع، وبشكل خاص في تقييم الاستثمارات التقليديّة التي تبدأ بإنفاق المبلغ الأولي للاستمثار ثم يتبع ذلك تدفقات نقديّة واردة تنتج عن المشروع بعد اكتماله، ويختلفان في ترتيب المشاريع حسب أفضليتها وفي حالة حصولنا على نتائج متعارضة، فان طريقة صافي القيمة الحاليّة تُعد افضل من طريقة معدل العائد الداخلي وذلك بسبب افتراضها لإعادة الاستثمار والعائد المتحقق نتيجة ذلك بالإضافة إلى صعوبة حساب طريقة معدل العائد الداخلي كما أشار إلى ذلك خان وغرايبه (1995).

طريقة مؤشّر الربحيّة Profitability Index (PI)

إن إختيار المشروع الاستثماري ذي اكبر صافي قيمة حاليّة يكون قراراً سليماً بشكل مطلق إذا كانت التدفقات النقديّة الخارجة للمشاريع المختلفة متساوية، أما في حالة اختلاف التدفقات النقديّة الخارجة أو عندما تكون صافي القيمة الحاليّة للمشاريع المختلفة متساوية تماما

فإنه ينصح بقبول كل مشروع استثماري ذي صافي قيمة حاليّة موجبة إذا كانت الأموال متوفرة لدى المنشأة أما إذا كانت الأموال محدودة فلا بد أن تسعى المنشأة لتعظيم العائد على كل دينار مستثمر، وكما أشار السعايدة (1993) أن المنشأة تلجأ إلى استخدام طريقة دليل الربحيّة لمقارنة المشاريع ذات القيم الحاليّة الصافية الموجبة لإختيار الأفضل من بينها ويعتمد ذلك أيضاً على هدف المنشأة من الاستثمار ومدى الإمكانيات المتاحة من رأس المال اللازم للاستثمار من اجل استخدام الطريقة الأنسب للتقييم.

ويعرف دليل الربحيّة أو مؤشّر الربحيّة بأنه "عبارة عن نسبة القيم الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة إلى القيم الحاليّة للتدفقات النقديّة الخارجة" (راضي وحجازي، 2001، ص. 219).

وذكر أيضاً خان وغرايبه (1995) أن دليل الربحيّة يسمى أيضاً بنسبة المنفعة إلى التكلفة (Benefit-Cost Analysis) والتي تعتمد على مبدأ خصم التدفقات النقديّة وتأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود عند حدوث هذه التدفقات وهي أيضاً دقيقة مثل الطرق السابقة لحسابها القيمة الزمنيّة للنقود.

وإذا كان هدف المشروع تعظيم القيمة الحاليّة الصافية عندها يمكن استخدام مؤشّر الربحيّة وهو" القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة المخصومة على أساس تكلفة رأس المال مقسومة على القيمة الحاليّة للاستثمار المستخدم في إيجاد التدفقات النقديّة" (العربيد، 2003، ص. 2).وعندما يكون مؤشّر الربحيّة اكبر من واحد صحيح يعني هذا أن القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الخارجة اقل من القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة ونتيجة لذلك يكون المشروع مربحاً ويمكن قبوله ، لكن في حالة كون مؤشّر الربحيّة اقل من واحد فهذا يعني أن القيمة الحاليّة

للتدفقات النقديّة الخارجة اكبر من القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة والمشروع في هذه الحالة غير مربح ولا يمكن قبوله (الرزق وزواتي، 1993).

وقد يكون مؤشّر الربحيّة مساوياً للواحد الصحيح، وهذا ناتج عن تساوي القيمة الحاليّـة للتدفقات النقديّة الداخلة مع القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الخارجة وهذا يعني أن الاستثمار يحقق التعادل (Gitman, 1979).

وتنتج أهمية إختيار مؤشّر الربحيّة من إنه يوفر أساس للمقارنة عنـد اخـتلاف مبـالغ الاستثمار في المشروعات ذات الأحجام المختلفة ويفيد في إختيار المشروع أو الاستثمار الـذي يحقق أقصى ربح ممكن.

طرق تقييم المشروعات التي لا تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للتدفقات النقديّة

وهي الطرق التي لا تأخذ في الحسبان التدفقات النقديّة المخصومة عند تقيـيم البـدائل الاستثماريّة وفيما يلي أهم هذه الطرق:

طريقة فترة الاسترداد Payback Period (PB)

وتقوم هذه الطريقة على أساس أن المفاضلة بين البدائل الاستثماريّة المتاحة يـتم علـى أساس طول الفترة الزمنيّة اللازمة لاسترداد التكلفة الأصليّة للاستثمار في كل منها من صـافي التدفقات النقديّة للبديل دون أيجاد قيمة حاليّة لها.

وتعرف فترة الاسترداد بأنها "الفترة الزمنيّة التي يستطيع المـستثمر خلالهـا اسـترداد التكلفة الأصليّة للاستثمار" (Upadhyay, 1985, p .624).

وتقوم هذه الطريقة على افتراض أن الاستثمار الذي تغطّي تدفقاته النقديّة الداخلة الاستثمار النقدي الأصلي بطريقة أسرع هو افضل بكثير من الاستثمار الذي يستغرق وقتا طويلا لتغطية الاستثمار النقدي الأصلي (Hilton, 1999).

وتحسب فترة الاسترداد بقسمة الاستثمار النقدي الأصلي على التدفق النقدي السنوي وذلك في حالة ما إذا كان الاستثمار يُدر تدفقاً نقدياً منتظماً ولكن في حالة عدم انتظام تلك التدفقات فإنه يتم تحديد فترة الاسترداد بطريقة تجميعيّة على أساس أن التدفق النقدي يجمع سنويا حتى يتم استرداد المبلغ المستثمر أصلاً (نور والسوافيري، 1993).

وتتمثّل الميزة الأساسيّة لطريقة فترة الاسترداد في سهولة احتسابها مباشرة، فلا تحتاج إلى إجراء عمليّات حسابيّة معقدة، كما أنها تعطي مؤشّراً هاماً عن المخاطرة التي تحيط بالمشروع الرأسمالي، فطول الفترة الزمنيّة للحصول على النقديّة يقلل ولا شك من التأكد من الحصول على هذه النقديّة، ومن ثم فإن سرعة تغطية واسترداد قيمة استمثار معين يُعد مقياساً لانخفاض المخاطر المحيطة بالمشروع، حيث تستطيع الإدارة استبعاد تلك المشاريع الاستثماريّة إذا كانت فترة استرداد تكاليفها الأصليّة تزيد عن الحدود المسموح بها من قبل الإدارة كما أشار إلى ذلك كل من عطية ومحمد (2000) و جمعة وآخرون (2000).

ولكن فترة الاسترداد يؤخذ عليها ما يلي كما أشار إليها Upadhyay (1985, P.624)

1. إنها تهمل القيمة الزمنيّة للنقود حيث تعتبر أن جميع التدفقات النقديّة الداخلة ذات قيمة متساويّة عند تحليل المشروع.
2. تتجاهل التدفقات النقديّة المترتبة على المشاريع الاستثماريّة والتي تنشأ بعد فترة استرداد التكلفة الأصلية لتلك المشاريع.

3. هذه الطريقة لا تمد المنشأة بقرار قبول أو رفض المشروع وهذا يعني أن هذه الطريقة لا تعكس ربحيّة المشروع إنما تعكس فقط السرعة في استرداد الاستثمار، لأنه يمكن أن يكون هناك مشروع مناسب من ناحية فترة الاسترداد ولكن لن يكون من الأفضل تنفيذه على حساب مشروع آخر تكون فترة الاسترداد أطول، إلا أن المديرين يرون أن فترة الاسترداد ليس فيها مخاطرة وتكون التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل القريب مؤكدة إذا ما قورنت بالتدفقات المتوقعة في المستقبل البعيد، كما أشار إلى ذلك (الرزق وزواتي، 1993).

4. ويؤخذ على فترة الاسترداد أنها لا تأخذ بالحسبان قيمة الخردة (Salvege Value) وهي القيمة المتوقعة لبيع الأصل خردة حيث تفترض أن العمليّات تسير كما هو مخطط لها وإذا حدث تناقض بين النتائج المتوقعة مع ما هو مخطط لها، ينبغي البحث عن المشروع الذي تقل فيه درجة المخاطرة، للوصول إلى هذا الهدف ينبغي أن نأخذ بالحسبان القيمة المتوقعة لبيع الأصل خردة خلال سنوات حياته الإنتاجيّة (نور وعلي، 2003).

ويوجد العديد من الأبحاث الخاصة بتحديد الأساليب المستخدمة وقد وجدت هذه الأبحاث أن فترة الاسترداد تستخدم على نطاق واسع في المملكة المتّحدة، وإن معدل العائد الداخلي والقيمة الحاليّة الصافية مستخدمة بصورة كبيرة في الولايات المتّحدة الأمريكية (العربيد، 2003).

لذلك تُعد فترة الاسترداد شائعة الاستخدام لسهولتها وهي تصلح في عمليّة تقييم الاستثمارات التي تدر عائد نقديا سريعاً، فكلما قصرت فترة الاسترداد كلما قلت درجة المخاطرة المتعلقة بالاستثمار، وكذلك يمكن الاستفادة من الأموال التي يتم استردادها بإعادة استثمارها بمشاريع أخرى مربحة.

طريقة معكوس فترة الاسترداد The Payback Recipprocal

من الأساليب المستخدمة في مجال تقييم الاستثمارات مقلوب فترة الاسترداد على أساس أن هذا المقلوب يُعد تقريباً مناسباً لمعدل العائد الداخلي وهذه الطريقة من الطرق التقليديّة.

وتستخدم هذه الطريقة لتقدير معدل العائد الداخلي للمشروع الاستثماري دون اتباع أسلوب خصم التدفقات النقديّة المستقبليّة وذلك بالنسبة للمشروعات ذات التدفقات النقديّة المنتظمة على مدى الفترات، ومفهوم هذه الطريقة عبارة عن "واحد مقسوم على فترة الاسترداد وهي تمثل تقدير مناسب لمعدل العائد الداخلي إذا كانت فترات التدفقات النقدية طويلة نسبياً" (الشرع وسفيان، 2002، ص. 321).

وعموماً فإن مقلوب فترة الاسترداد يزيد في جميع الحالات عن معدل العائد الداخلي على الرغم أن هذا التقريب يُعد افضل من العائد المحاسبي خصوصاً في الحالات التي تكون فيها الحياة الإنتاجيّة للمشروع طويلة نسبياً ومعدل العائد كبير، لكن في الحالات التي يكون فيها العمر الإنتاجي للمشروع أو مدة التدفقات النقديّة اقل من ضعف فترة الاسترداد ففي هذه الحالات يكون تقدير معدل العائد الداخلي باستخدام معكوس فترة الاسترداد تقديراً ضعيفاً ولا يؤخذ به، كما أن هذه الطريقة تفترض أن الوفورات النقديّة أو التدفق النقدي الوارد يتصف بالثبات خلال الحياة الإنتاجيّة للمشروع (نور وعلي، 2003).

وبالرغم من كون طريقة معكوس فترة الاسترداد من اسهل وابسط الطرق المستخدمة لتقدير معدل العائد الداخلي إلا أنه يؤخذ عليها أن تطبيقها للحصول على تقديرات لمعدل العائد الداخلي يتطلب توافر شروط معينة مثل انتظام التدفقات النقديّة السنويّة، وقصر فترة الاسترداد بشكل نسبي، وكذلك طول العمر الإنتاجي للاستثمار (أي أن تكون فترة التدفقات النقديّة على الأقل ضعف فترة الاسترداد) (الحارس، 2004).

مما سبق ذكره يتبين أن القيد على هذه الطريقة هو أنها يجب أن تستخدم فقط في ظل التدفقات النقديّة المنتظمة، أما في ظل التدفقات النقديّة غير المنتظمة أو غير المتماثلة فإن هذه الطريقة توفر تقديراً متواضعاً وهزيلاً لمعدل العائد الداخلي وبغض النظر عن طول فترة الاستثمار.

طريقة معدل العائد المحاسبي Accounting Rate of Return (ARR)

وتسمى هذه الطريقة أحياناً بالطريقة المحاسبيّة وبطريقة معدل العائد على الاستثمار كما أشار إلى ذلك ظاهر (2002)، وذلك أن هذه الطريقة ترتبط بالمفاهيم المحاسبيّة والتي تتعلق بقياس الدخل وتقييم الاستثمارات وليس بالتدفقات النقديّة عكس طرق تقييم الاستثمارات المذكورة سابقاً.

وحسب هذه الطريقة يتم تقييم المشروع الرأسمالي بحساب معدل العائد على الاستثمار باستخدام المقاييس المحاسبيّة لصافي الدخل، ويحسب معدل العائد المحاسبي بطرح المصاريف السنويّة متضمنة الاستهلاك من الإيرادات السنويّة وقسمتها على التكلفة الاستثماريّة لذلك المشروع (الرزق وزواتي، 1993). وأشار خان وغرايبه (1995) بأن هذه الطريقة أيضاً يتم حسابها بقسمة متوسط الدخل السنوي (مجموع الدخل بعد الضريبة مقسوماً على عدد السنوات الإنتاجيّة المتوقعة للمشروع) على متوسط الاستثمار (متوسط القيمة الدفتريّة للأصل بعد الاستهلاك).

كما وتعمل الإدارة على تحديد الحد الأدنى لمعدل العائد المحاسبي ثم تقوم بتوزيع الأموال المتاحة على البدائل الاستثماريّة والتي تحقق ذلك الحد الأدنى للعائد المحاسبي (كحالة وحنان، 1997).

وتوفر هذه الطريقة أساساً للمقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثماريّة المختلفة حيث تعمل على ترتيب هذه البدائل وفقا لما تدره من معدلات للعائد، ومن ثم يتم تخصيص الأموال المتاحة على البدائل بدءاً من أعلى المعدلات للعائد ثم التالي له، حتى يتم تخصيص كل ما هو متاح من أموال.

أما خصائص طريقة معدل العائد المحاسبي فهي:

1. يمكن حسابها بسهولة باستعمال المعلومات المحاسبية التي عادة ما تكون متوفرة بسهولة (السعايدة، 1993).
2. من السهل فهمها وتفسيرها وحسابها (خان وغرايبه، 1995).
3. تأخذ بالحسبان جميع الأرباح المحاسبيّة المتوقعة خلال العمر الإنتاجي للمشروع بعكس طريقة فترة الاسترداد التي تتجاهل التدفقات النقديّة بعد فترة الاسترداد (العربيد، 2003).

أما أوجه العيوب والقصور في هذه الطريقة فهي:

1. لا تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود، حيث تعتبر جميع الدخول المتحققة في أوقات مختلفة ذات قيمة متساوية (باسيلي، 2001).
2. لا تهتم هذه الطريقة بطول أو قصر الحياة الإنتاجيّة للمشاريع المختلفة (هيتجر وماتولتش، 1988).
3. تعتمد هذه الطريقة على الأرباح المحاسبيّة ولا تعتمد على التدفقات النقديّة (ظاهر، 2002).
4. كما أنها لا تتوافق هذه الطريقة مع هدف مضاعفة قيمة المنشأة السوقيّة أو قيمة أسهم المنشأة في السوق الماليّة (خان وغرايبه، 1995).

أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثماريّة

المخاطرة Risk

إن المخاطر تعد جزءاً لصيقاً بكل الأعمال والأنشطة، ونعني بالمخاطر إمكانية واحتمال عدم تحقق النتائج المرغوبة والمستهدفة وعند إعداد الموازنة الرأسماليّة نجد أن المخاطر تعرف عادة في صورة القيمة المتوقعة للتغير والتقلب في التدفقات النقديّة الداخلة للمشروع، ومن ثم فإن ارتفاع احتمال هذا التغير إنما يعني زيادة المخاطر المحيطة بالمشروع وإن طرق تقييم المشروعات السابق ذكرها لم تتعرض صراحة لمعالجة هذه المخاطر حيث كانت مناقشتنا السابقة في هذا الفصل تقوم على افتراض حالة التأكد ويعني ذلك إمكانية التنبؤ على وجه اليقين بالتدفقات النقديّة المستقبليّة المرتبطة بالاستثمارات المختلفة.

ومما لاشك فيه أن الافتراض لا يتفق مع الواقع الفعلي حيث إنه من الممكن أن تكون التدفقات النقدية الفعليّة المرتبطة باستثمار معين إحدى التدفقات البديلة وليس من الضروري التدفقات المعينة السابق التنبؤ بها وهذا جوهر المخاطرة.

ويعرف الخطر المرتبط بمشروع معين بأنه "درجة الاختلاف في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع وكلما زاد مدى هذه الاختلاف كان ذلك معناه زيادة الخطر" (الحناوي وآخرون، 2003، ص. 119).

ويتبين هنا أن المفاضلة بين الاقتراحات الاستثماريّة لن تعتمد فقط على القيمة المتوقعة للتدفقات النقديّة في كل اقتراح، بل أيضا ستعتمد على حجم المخاطرة التي تنطوي عليها كل منهم (Upadhyay, 1985). فإن المشروعات قد تتساوى في الترتيب باستخدام أحد طرق التقييم على الرغم من أن أحد هذه المشروعات قد يكون مرغوباً أكثر من ناحية المخاطرة، فأغلب رجال الإدارة يفضلون المشروعات الأقل مخاطرة على المشروعات الأعلى مخاطرة

وذلك فيما لو كانت عوائدها متساوية، وبالطبع فإن المشروعات التي يحيط بها مخاطر كبيرة يجب أن تدر عائداً كبيراً وذلك حتى تبدو مقبولة وجذابة.

وهناك العديد من المداخل التي تستخدم في معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثماريّة ومنها ما يلي:

الأسلوب غير الرسمي

يُعد هذا الأسلوب اكثر الأساليب شيوعاً في معالجة الخطر فإذا قام المدير المالي بحساب صافي القيمة الحاليّة لمشروعين مانعين بالتبادل، ووجد أن هذه القيمة للمشروعين متقاربة للغاية، ثم استخدم حكمه الشخصي في تقدير الخطر المرتبط بكل منهما فإنه على أساس ذلك كله سيقوم بإختيار المشروع الأقل خطورة من وجهة نظره، وفي الواقع ليست هناك قواعد ثابتة في هذه الحالة فالأمر كله متروك لمتخذ القرار (الحناوي وآخرون، 2003).

أسلوب تعديل معدل الخصم بدرجة المخاطرة Risk - Adjust Discount Rate

إن الفكرة الأساسيّة التي يقوم عليها هذا الأسلوب هو زيادة معدل الخصم مع زيادة درجة المخاطرة، فمعدل الخصم يعتبر الحد الأدنى للعائد المقبول من أي مشروع، ووجود صافي قيمة حاليّة موجبة تعني أن المشروع يحقق معدل عائد يزيد عن معدل الخصم، وبالتالي فإن استخدام معدل خصم مرتفع لتقييم المشروعات ذات درجة المخاطرة العالية يعني أن المشروع الاستثماري يحقق معدل عائد مرتفع يعوض ارتفاع درجة المخاطرة (جمعة وآخرون، 2000).

إن فكرة هذا الأسلوب هي تعديل معدل الخصم استناداً إلى دالة المقايضة بين الخطر والعائد الخاصة بالمستثمرين، حيث إنه كلما زاد الخطر ارتفع العائد المطلوب من جانب المستثمرين للتعويض عن ذلك الخطر الإضافي، ويطلق على الفرق بين العائد المطلوب على

استمثار (أصل) يحتوي على درجة معينة من الخطر والعائد المطلوب على استمثار خالي مـن الخطر بدل المخاطرة **Risk Premuim** (الحناوي و آخرون، 2003).

ويقوم هذا الأسلوب على تعديل الحد الأدنى للعائد المرغوب فيه، لكي يأخذ في الحسبان عنصر الخطر وفي حالة الاستثمارات الأكثر خطورة يتم استخدام معدل خصم مرتفع، أما فـي حالة الاستثمارات الأقل خطورة يتم استخدام معدل خصم منخفض، وهكذا.

تقصير فترة الاسترداد Shorten Payback Period

وكما ذُكر سابقا فان فترة الاسترداد هي الفترة الزمنيّة التي يستطيع المـستفيد خلالهـا استرداد التكلفة الأصليّة للاستمثار، والاستثمار الأفضل هو الاستثمار الذي تغطي تدفقاته النقديّة الداخلة الاستثمار النقدي الأصلي بطريقة أسرع، ومن اجل مواجهة المخـاطرة تقـوم المنـشأة باختيار المشاريع ذات الفترة الاستردادية القصيرة، لأن ذلك يؤدي إلى جعـل الفتـرة الزمنيّـة اللازمة لاسترداد تكلفة الاستثمار اقل مما يطمّئن المستثمرين على أموالهم (رمضان، 1991) و (الرجبي، 1997).

نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة Capital Asset Pricing Model

يعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة على فكرة العلاقة بـين العائـد والمخـاطر، ويزودنا هذا النموذج بالحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه المـشروع الاسـتثماري حتـى يعوض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها أي المخاطر المنتظمة وهي المخاطر التـي تصيب السوق بصفة عامة، ويمكن قياس تلك المخاطر باستخدام معامل بيتا والمتضمن لمـدى تغير العائد المتوقع للاقتراح الاستثماري مقارنة بالتغير في عائد السوق بوصفه مؤشّراً للحالـة الاقتصاديّة، ولكي يتم تطبيق النموذج في مجال مقترحات الاستثمار فلا بد من تقرير بيتا بدلالة

معدل العائد المطلوب لمشروع الاستثمار باستخدام معادلة المنحنى السوقي للأوراق الماليّة حيث إن معدل العائد المطلوب للمشروع الاستثماري ينتج عن (معدل العائد خالي الخطر) + (العائد على محفظة السوق – معدل العائد خالي الخطر) × (بيتا للاقتراح الاستثماري). (حنفي، 1991) كما أن بدل المخاطرة لأي اقتراح استمثاري يتوقف على معامل بيتا بمعنى أنه كلما ارتفع معامل بيتا ارتفع معه بدل المخاطرة، أي ارتفع العائد الإضافي الذي يعوض المستثمر عن القدر من المخاطر التي ينطوي عليها المشروع الاستثماري، فالاستثمارات التي يترتب عليها مخاطر كبيرة يكون معامل بيتا لها كبيراً ومن ثم يتم خصم تدفقاتها النقديّة باستخدام معدل كبير، والعكس صحيح (Besley and Brigham, 2000).

لذلك يُعد نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة من احدث الأساليب المستخدمة في تقييم الاستثمارات على أساس ما تنطوي عليه من مخاطر ويقوم هذا الأسلوب على إيجاد الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، ذلك المعدل الذي يعوض المستثمر فقط عن المخاطر التي لا يمكنه تجنبها بنفسه أي المخاطر المنتظمة.

أسلوب المعادل المؤكّد Certainty Equivalent Approach

يُستمد أسلوب المعادل المؤكد أساساً من مفهوم نظرية المنفعة وفي ظل هذا الأسلوب يقع على عاتق متخذ القرار أن يحدد كميّة النقود التي يرغب في الحصول عليها بصورة مؤكّدة والتي تتساوى منفعتها مع منفعة القيمة المتوقعة لكميّه غير مؤكّدة من النقود (الحناوي وآخرون، 2004).

ويقوم هذا الأسلوب على إمكانيّة الأخذ في الحسبان عنصر المخاطرة وذلك بتعديل التدفقات النقديّة المتوقعة بدلاً من تعديل المعدل الذي يستخدم لخصم هذه التدفقات ويتم تعديل هذه

التدفقات بتحويل التدفق النقدي المتوقع غير المؤكّد إلى تدفق نقدي مؤكّد وفي هذه الحالة يتم خصمه على أساس معدل الخصم الخالي من الخطر، طالما أن التدفق النقدي قد تحول لتدفق نقدي مؤكّد ولتحقيق هذا الأمر يتم حساب معامل القيمة، يُطلق عليه معامل المعادل المؤكّد ويتم ضربه بالتدفق النقدي غير المؤكّد ليتحول لتدفق نقدي مؤكّد (الحناوي وآخرون، 2001).

ولا شك أن أي معادل مؤكّد اقل من القيمة المتوقعة يعبّر عن فكرة تجنب الخطر Aversion (Risk) وبصورة عامة فإن فكرة تجنب الخطر تكون موجودة عادة في حالة أن المعادل المؤكّد أقل من القيمة المتوقعة.

ويتضح من أسلوب تعديل معدل الخصم وأسلوب المعادل المؤكّد أن أسلوب تعديل معدل الخصم هو أكثر الأسلوبين شيوعاً بسبب أن تقدير معدلات الخصم اسهل كثيراً من اشتقاق معاملات المعادل المؤكّد (الحناوي وآخرون، 2003).

ويتضح مما سبق أن معامل المعادل المؤكّد يعطي فكرة عن درجة المخاطرة التي يتعرض لها الاقتراح الاستثماري، إذ توجد علاقة عكسية بين حجم المخاطر وقيمة ذلك المعامل، فكلما زادت المخاطر انخفضت درجة التأكّد بشأن ذلك العائد مما يعني انخفاض قيمة المعامل ، وإذا كان متخذ القرار متأكداً تماماً من أن العائد المتوقع سوف يتحقق فإن معامل المعادل المؤكّد يصبح واحداً صحيحاً.

تحليل الحساسيّة Sensitivity Analysis

ويقصد بتحليل الحساسيّة "دراسة التغير الذي يطرأ على المخرجات كلما طرأ تغير على المدخلات" (نور وعلي، 2003، ص. 371)، ويطلق أيضاً على تحليل الحساسيّة ماذا – إذا "أي الأسلوب الذي يفحص أي تغير في النتيجة(المخرجات) إذا البيانات الأصليّة المتنبأ بها لم تتحقق،

أو إذا حدث تغيرات في الفروض الأساسيّة (المدخلات)" (باسيلي، 2001، ص. 266)، حيث يعرف المديرون أن تنبؤاتهم ليست مبنية على معلومات كاملة لذلك فإن استخدام تحليل الحساسيّة في إختيار مدى دقة وموضوعيّة معدل العائد، بهدف إعداد معدلات عائد سليمة متوقعة لكل مشروع من المشروعات الاستثماريّة البديلة، ودراسة أثر ذلك في قبول أو رفض المنشأة للدخول في مشروعات استمثاريّة جديدة.

لذلك فمن المهم التعرف على وسيلة لتحديد احتماليّة وقوع أخطاء عند تقدير معدل العائد المتوقع على الاستثمار، قبل اتخاذ القرار النهائي بقبول أو رفض المشروع المقترح، ويُعد أسلوب تحليل الحساسيّة من افضل الأساليب التي تهتم بما إذا كانت التغيرات الطفيفة في التنبؤ بالعوامل المؤثرة لها دلالتها على معدلات العائد المتوقعة على الاستثمار أم لا (باسيلي، 2001). فتحليل الحساسيّة يحاول تحديد ماذا يحدث لصافي القيمة الحاليّة أو معدل العائد الداخلي (أو أي طريقة أخرى) عند تغير أحد بيانات المدخلات من تدفقات نقديّة والعمر الإنتاجي، وكذلك أثر الخطأ في تقدير تلك البيانات على القرار النهائي (جمعة وآخرون، 2000).

كما أن معرفة الظروف التي تزيد من درجة حساسيّة معدلات العائد سوف تضع إدارة المنشأة أمام مسؤليتها لتقرر حجم المخاطر المتوقعة بدرجة كافية حتى تقرر رفض المشروع الاستثماري أم قبوله (الحناوي وآخرون، 2003). وبناءًا على ذلك إذا كان المشروع المقترح له صافي قيمة حاليّة أقل من المشاريع الاستثماريّة الأخرى في ظل الظروف المتوقعة، لكنه غير حساس للتغيرات المختلفة فإن المنشأة سوف تلجأ إلى إختياره حيث إن تحليل الحساسيّة أظهر أن هذا المشروع اقل خطورة.

ويعطي أسلوب تحليل الحساسيّة مقياس فوري للأثر المالي الناتج عن الإختلافات بين التنبؤات والمخرجات الفعليّة، ويمكن إن يُستخدم لقياس الزيادة المتوقعة في صافي القيمة الحاليّة

أو العائد المعدل أو النقص المتوقع في كليهما، فهي تساعد المديرين في التركيز على القــرارات التي تكون حساسة جداً في الحقيقة، وتسهّل للمدير معرفة القرارات الأخرى التي لا تكون بمثل هذه الحساسيّة، أو معرفة العوامل التي لا تجعل تلك القرارات بمثل هذه الحساسيّة، لــذلك فــإن التغيرات سواءً في التدفقات النقديّة الداخلة أو العمر الإنتاجي للمشروع أو فــي معــدل العائــد المطلوب (المدخلات) لها تأثيرات بدرجات متفاوتة على صافي القيمة الحاليّة.

شجرة القرارات Decisions Tree

يُلاحظ أن معظم القرارات لا تُتخذ في نقطة زمنيّة واحدة بل إنها تُتخذ على عدة مراحل، كما أشار هندي (1999) إلى أن نموذج شجرة القرارات من افضل الأدوات التحليليّة، والأكثــر شيوعاً لاتخاذ القرارات في ظل حالات عدم التأكّد والمخاطرة، حيث إن شجرة القرارات توضّح كافة البدائل المتاحة موضوع المفاضلة، والأحداث المحتمل وقوعها لكل بديل من البدائل، والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها.

ويتراوح احتمال حدوث أي حدث من الأحداث بين صفر وواحد صحيح، وقــد تكــون الاحتمالات موضوعيّة أو شخصيّة والأولى مستمدة من تجارب ماضــية أو دلائــل واضــحة تدعمها، أما الثانية فتعتمد على التقدير الشخصي، حيث إن حالة المخاطرة تتضمن وجود عــدة أحداث محتملة بالنسبة لكل بديل من البدائل، ويحاول متخذ القرار الحصول على اكبر قدر مــن المعلومات التي تساعده في الوصول إلى احتمال وقوع كل حدث من الإحداث (هندي، 1999).

وبعد تحديد الاحتمالات الخاصة بالأحداث المختلفة يتم تعديل صافي القيمة لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث باستخدام تلك الاحتمالات وذلك للوصول إلى صافي القيمة المرجحة بالاحتمالات ، ويتحدد معيار المفاضلة في هذه الحالة وفق ما تقرره إدارة المنشأة، وغالبــاً مــا

يكون المعيار المستخدم هو إختيار البديل الذي يحقق أقصى صافي قيمة حاليّة مرجّحة أو اقل صافي قيمة حاليّة للخسارة البديلة المرجّحة (نور وعلي، 2003).

وأخيراً فإن أسلوب شجرة القرارات لا يختلف كثيراً عن تحليل الحساسيّة، والفرق الأساسي بينهما يتمثل في اعتماد شجرة القرارات على تخصيص قيمة احتماليّة لكل ظرف من الظروف التي يُحتمل أن يتولد فيها التدفق النقدي، وكما أشار هندي (1999) أن أسلوب شجرة القرارات يتميز بمساهمته في التخطيط الاستثماري طويل الأجل.

طرق تحديد معدل خصم التدفقات النقدية

إن القرارات الاستثماريّة المتعلقة بالاستثمارات الرأسماليّة تركّز على تحليل خصم التدفقات النقديّة حيث إن التدفقات النقديّة الداخلة التي تتوقعها المنشأة تعتمد على القيمة الحاليّة لتلك التدفقات، فإذا تبين أن القيمة الحاليّة للتدفقات الداخلة أعلى من تكلفة المشروع الاستثماري فإنها ستقوم بتنفيذ المشروع، وإذا تبين العكس فإنها سترفض المشروع، ولكن لابد أولاً من تحديد معدل الخصم المناسب لاستخدامه في حساب القيمة الحاليّة للتدفقات النقديّة الداخلة والخارجة (أو تكلفة رأس المال بالنسبة للمنشأة).

ويظهر أن معدل الخصم، أو تكلفة رأس المال، أو معدل العائد الذي تحدده الشركة، كثيراً ما يستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الجديدة، لذلك تقبل المنشأة المشروع إذا كان صافي القيمة الحاليّة له موجباً أو مساوياً للصفر، حيث يتم خصم التدفقات النقديّة باستعمال معدل العائد المطلوب، وفي حالة استخدام طريقة معدل العائد الداخلي فإن المنشأة تقبل المشروع إذا كان معدل العائد المتوقع له أعلى من معدل العائد المطلوب، وغالباً ما يكون معدل العائد

المطلوب هو ذاتهُ كلفة رأس المال من هنا يتأكد لنا أهمية معدل العائد المطلوب في قبول أو رفض المشاريع وفي تقييم الاستثمارات بوجه عام كما أشار إلى ذلك عباس (2002).

تكلفة رأس المال Cost of Capital

تلجأ المنشآت غالباً إلى مصادر متعددة لتمويل استثماراتها، كما تختلف تكلفة كل مصدر عن المصدر الآخر، وهكذا تختار المنشأة المصدر الملائم الذي تكون فيه تكلفة رأس المال قليلة، وتعرف تكلفة رأس المال بأنها "الكلفة المرجّحة لكل مصدر من مصادر التمويل" (عباس، 2002، ص. 168).

أما مصادر الأموال فهي كما تطرق إليها Besley and Brigham, (2000)

1. الديون قصيرة الأجل.
2. الديون طويلة الأجل.
3. الأسهم الممتازة.
4. الأرباح المحتجزة.
5. الأسهم العادية.

تكلفة الديون Cost of Debt

ويمكن تعريف تكلفة الديون بأنها " معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من المقترضين" (عباس، 2002، ص. 170).

وعرّفها أيضاً الحناوي وآخرون (2003، ص. 196) بأنها "معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالقروض والذي يحفظ الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير".

وعند حساب تكلفة الديون يجب الآخذ بالحسبان تعديل سعر الفائدة على الدين سواء كان قصيراً أو طويل الأجل، حيث تستخدم تكلفة الدين بعد خصم الضريبة لحساب التكلفة المرجّحة لراس المال، أي سعر الفائدة على الدين الجديد ناقصاً الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد.

تكلفة الأسهم الممتازة Cost of Preferred Stock

ويمكن تعريفها "بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز" وهناك التزاماً ماليّا ثابتاً على الشركة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة لحملة الأسهم الممتازة ، ويتم حسابها دون أي تعديلات ضريبية لان الأرباح الموزعة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف (Besley and Brigham, 2000, p .425).

تكلفة الأرباح المحتجزة Cost of Retaind Earnings

ويمكن تعريفها بأنها "تكلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية مقابل إحتجاز جزء من أرباحهم" (Besley and Brigham, 2000, p .425).

تكلفة الأسهم العادية الجديدة Cost of Common Stock

"وتسمى أيضاً بتكلفة رأس المال الخارجي وهي اكبر من تكلفة الأرباح المحتجزة وذلك لإضافة تكلفة الإصدار عليها ومن ثم بيعها" (Besley and Brigham, 2000, p .430).

المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital

ويعرف الهيكل الأمثل لرأس المال بأنه "مجموع النسب المئويّة للدين والأسهم الممتازة والعادية والأرباح المحتجزة المكونة لرأس المال" أما التكلفة المرجّحة لراس المال فهي " كلفة

الحصة النسبيّة لكل مكون من مكونات إجمالي هيكل رأس المال" (Besley and Brigham,2000, p .433).

وقد اقترح هورنجرن (1986) استخدام إحدى الطرق التالية في تحديد معدل الخصم:

1. استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة (**CAPM**) وفيه يتكون هذا المعدل من قسمين، الأول وهو المعدل الخالي من المخاطرة ، والثاني وهو معدل المخاطرة ويمكن التعبير عنه باستخدام المعادلة التالية:

$$E(Rj) = Rf + Bj\ (Rm - Rf)$$

حيث إن:

E (Rj) = العائد المتوقع على السهم

Rf : معدل الفائدة خالي المخاطرة

Rm : معدل العائد على محفظة السوق الماليّة

B : سعر وحدة المخاطرة

2. تحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكّدة وخصمها بعد ذلك بالمعدل الخالي من المخاطرة.

3. استخدام المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال، وهذا يتكون من تكلفة أموال حقوق الملكية مضروبة في نسبتها في تمويل المشروع، مضافاً إليها تكلفة الاقتراض مضروبة في نسبتها في تمويل المشروع، وقسمة هذا المجموع على التمويل اللازم للمشروع.

الفصل الثالث

منهجيّـــــة الدراســـــة

- آلية الدراسة ومصادر البيانات
- نبذة عامة عن الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة
- مجتمع الدراسة
- عينة الدراسة
- أداة الدراسة
- صدق أداة الدراسة
- ثبات الأداة
- الأساليب الإحصائيّة المستخدمة
- محددات الدراسة

الفصل الثالث

منهجيّة الدراسة

قبل تحليل نتائج الاستبيان واختبار الفرضيّات سيتم عرض منهجيّة الدراسة بشيء من التفصيل، الذي يعكس ملامح الدراسة الميدانيّة، من حيث أداتها، وآليتها، والمجتمع الذي تمت عليه الدراسة، وسيتم عرض الأساليب الإحصائيّة المستخدمة في التحليل.

آلية الدراسة ومصادر البيانات

تعتمد الدراسة على مجموعتين من المصادر لجمع البيانات وهما المصادر الأوليّة والمصادر الثانويّة، فأما المصادر الأوليّة للبيانات فتتمثل في البيانات التي تم جمعها من عينة الدراسة بواسطة أداة الدراسة (الاستبيان) التي تم تناولها بشيء من التفصيل لاحقاً في هذا الفصل.

وأما المصادر الثانويّة فهي تتمثل في المراجع والدراسات السابقة والتي تمت من خلال المطالعة المكتبيّة لكل ما تناول موضوع الدراسة من كتب، ودوريات لمجلات، ومنشورات محكمة، ورسائل جامعيّة، ومواقع على الإنترنت، وشبكات المعلومات وغيرها.

نبذة عامة عن الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة

كانت رؤوس الأموال لإجمالي الشركات المسجلة من مختلف القطاعات (الصناعة، التجارة، الزراعة، المقاولات، الخدمات) في عام 2000 (146,414,345) دينار ونسبة النمو في رؤوس الأموال المسجلة في عام 2001 (36%) مقارنة مع عام 2000، بينما انخفضت نسبة رؤوس الأموال المسجلة لعام 2002 بنسبة (12%) عن عام 2001، وانخفضت نسبة النمو في عام 2003 بنسبة (3%) مقارنة مع عام 2002، أما نسبة النمو في عام 2004 (136%) مقارنة مع عام 2003 وهي نسبة مرتفعة جدا مقارنة مع السنوات السابقة، ونسبة النمو في عام 2005 (113%) مقارنة مع عام 2004 (www.ccd.gov.jo).

كما أن عدد الشركات المسجلة في دائرة مراقبة الشركات في وزارة الصناعة والتجارة في عام 2004 (6532) شركة من مختلف القطاعات (الصناعة، التجارة، الزراعة، المقاولات، الخدمات) وتقدر رؤوس الأموال لها بقيمة (394,000,000) دينار، كما أن عدد الشركات المسجلة في عام 2005 (7706) شركة وتقدر رؤوس الأموال لهما بقيمة (848,800,000) دينار ونسبة النمو في عدد الشركات (18%) أما نسبة النمو في رؤوس الأموال المسجلة (115.5%) مقارنة مع عام 2004، حيث إن قطاع الصناعة يشكّل ما نسبته (10.4%) من إجمالي رؤوس الأموال المسجلة في عام 2005، أما قطاع الخدمات يشكّل ما نسبته (36.4%) من إجمالي رؤوس الأموال المسجلة لكافة القطاعات (دائرة مراقبة الشركات، التقرير الإحصائي للشركات، 2005/12).

ولقد شهد الأردن أيضاً نشاطاً استثمارياً في بورصة عمان لكافة القطاعات (البنوك، التأمين، الخدمات، الصناعة)، حيث كان حجم التداول في عام 2000 (334,724,634) دينار، ونسبة النمو في عام 2001 (100%) مقارنة مع عام 2000، ونسبة النمو في حجم التداول في

عام 2002 (42%) مقارنة مع عام 2001، أما نسبة النمو في عام 2003 (95%) مقارنة مع عام 2002، كما أن نسبة النمو في حجم التداول في عام 2004 (183%) مقارنة مع عام 2003، ودلّت المؤشرات الإحصائيّة في بورصة عمان أن حجم التداول خلال الشهور التسعة الأولى من عام 2005 بقيمة (12,456,442,787) دينار، ونسبة النمو في حجم التداول (228%) مقارنة مع نفس الفترة من عام 2004 وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع السنوات السابقة، كما أن نسبة التداول في قطاع الصناعة بالنسبة لحجم التداول في كافة القطاعات في السنوات (2000، 2001، 2002، 2003، 2004) هي (41%، 39%، 49.5%، 45.5%، 26%) على التوالي، أما نسبة التداول في قطاع الخدمات بالنسبة لحجم التداول في كافة القطاعات ولنفس الفترة الزمنيّة المذكورة سابقاً هي (19%، 15%، 12%، 25%، 26.5%) على التوالي (بورصة عمان، النشرة الإحصائيّة الشهرية، تشرين الأول 2005).

أما فيما يخص طبيعة تكوين الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة ، فقد أصبح من الواضح أن الشركات المساهمة من أهم أشكال شركات الأموال، والتي تسمح طبيعة تكوينها وضخامة رؤوس أموالها القيام بمشروعات استثمارية ضخمة وطويلة الأجل، الأمر الذي يعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني، حيث تأتي الشركات الخدميّة في المرتبة الثانية بين كافة الشركات المساهمة العامة من حيث القيمة السوقيّة لرأس المال، والبالغ في (2005/9/30) (5,174,641,975) دينار وهو يشكل ما نسبته (20.5%) من القيمة السوقيّة لإجمالي رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة والبالغ (25,234,365,969) دينار، أما من ناحية العدد فقد استحوذت على (35%) من إجمالي عدد الشركات المساهمة والبالغة (195) شركة، أما الشركات الصناعيّة تأتي في المرتبة الثالثة بين كافة الشركات المساهمة العامة من حيث القيمة السوقيّة لرأس المال والبالغ في 2005/9/30 (4,531,038,089) دينار وهو يشكل ما نسبته

(18.0%) من القيمة السوقيّة لإجمالي رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة، أما من ناحية العدد فقد استحوذت على (44.10%) من إجمالي عدد الشركات المساهمة والبالغة (195) شركة (WWW.ASE.COM.JO).

مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة المدرجة في بورصة عمان، حسب دليل بورصة عمان لعام 2005 (ملحق رقم 2، 3)، حيث تم اختيار الشركات التي تم تأسيسها ما دون عام 2000، وذلك لتوفر البيانات المالية لها واللازمة في هذه الدراسة للفترة الزمنيّة من عام 2000 ولغاية 2004، وتم استثناء الشركات التي تحت التصفية، حيث تم اختيار الشركات القائمة والتي تمارس نشاطها المعتاد ولها خبرة في سوق العمل، لما تستدعيه حاجة الدراسة إلى ذلك وبذلك يكون عدد الشركات الصناعيّة (62) شركة، والشركات الخدميّة (60) شركة مساهمة عامة.

ولقد اختيرت الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة لتكون مدار البحث للأسباب التالية:

1. التطور الكبير في القطاع الصناعي والخدمي في الأردن، وازدياد عدد الشركات في كلا القطاعين، وما يتطلبه هذا التوسع من ضرورة الاهتمام باقتصاديات تشغيل هذه المنشآت، حتى تستطيع البقاء والاستمرار في النمو.
2. إن هذه الشركات لديها من الإمكانيات الماديّة والفنيّة ما يجعلها مؤهلة أكثر من غيرها لتطبيق نظم موازنات متكاملة ومبنية على أسس علميّة سليمة.

3. سهولة الحصول على المعلومات والبيانات المطلوبة لأغراض البحث العلمي، بدرجة عالية من الصدق والشموليّة، بحيث تضمن سلامة البحث وصحته.

عينة الدراسة

اشتملت عينة الدراسة على الشركات الصناعيّة والخدميّة المدرجة في بورصة عمــان، حسب دليل بورصة عمان لعام 2005، والقائمة على تطبيق الموازنات الرأسماليّة والبالغ عددها (35) شركة صناعيّة و (35) شركة خدميّة (انظر ملحق رقم 4)، وقد تمكنت الدراسة من تحديد الشركات التي تطبق الموازنات الرأسماليّة من خلال الاتصال الهاتفي مع أقسام المحاســبة فــي الشركات الصناعيّة والخدميّة التي تمكن من الحصول على عناوينها وأرقام هواتفها الصحيحة، حيث تم سؤال المديرين الماليين والمحاسبين بأن شركتهم تطبق الموازنات الرأســماليّة أم لا ؟ وكانت إجابة (35) شركة من الشركات الصناعيّة و (35) شركة من الشركات الخدميّــة بــأن شركاتهم تطبق الموازنات الرأسماليّة، وبناء على ذلك تم اختيارهم ليتم توزيع الاستبيانات عليهم.

ولتحقيق أهداف الدراسة، قامت الدراسة باستقــصاء آراء هــؤلاء المــديرين المــاليين ورؤساء أقسام المحاسبة والمحاسبين، حول مدى الاستفادة من تطبيق الموازنات الرأسماليّة فــي عدة مجالات، منها مدى استخدام طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي، وإجراءات إعــداد الموازنــات الرأسماليّة، ومدى أهمية أجزاء قرار الإنفاق الرأســمالي (نــشاطات الموازنــات الرأســماليّة) وأساليب مواجهة المخاطرة المتبعة في الشركات وطرق تحديد معدل خصم التــدفقات النقديّــة المتبعة في الشركات، وقد وزع الاستبيان على (35) شركة صناعيّة، و (35) شــركة خدميّــة قائمة على تطبيق الموازنات الرأسماليّة، وطلب من المدير المالي أو رئيس قــسم المحاســبة أو

المحاسب بالإجابة عليه حيث إنهم على علم ومعرفة في موضوع الدراسة المتعلق بتقييم الإنفاق الرأسمالي.

وقد خُصص استبيان واحد لكل شركة يتم الإجابة عليه من قبل أصحاب الاختصاص، وتم استرجاع (31) استبيان من الشركات الصناعيّة و (29) استبيان من الشركات الخدميّة وتم استخدامها جميعاً في عمليّة التحليل وذلك لصلاحيّة جميع الاستبيانات المستردة لعمليّة التحليل، كما أن هناك (4) استبيانات للشركات الصناعيّة غير مستردة و (6) استبيانات للشركات الخدميّة غير مستردة والجدول رقم (1-3) يوضح ذلك.

جدول (1-3)

إحصائية بأعداد ونسب الاستبيانات الموزعة على القطاعين

نوع القطاع	عدد الاستبيانات الموزعة	عدد الاستبيانات المستردة	نسبة المستردة
الصناعي	35	31	%88.5
الخدمات	35	29	%82.8
المجموع	70	60	%85.7

وبذلك تكون الشركات عينة الدراسة المجيبة على الاستبيان (31) شركة صناعيّة مساهمة عامة أُدرجت بياناتها الماليّة في بورصة عمان، و (29) شركة خدميّة مساهمة عامة أدرجت بياناتها أيضاً في بورصة عمان، وقد تم تقسيم هذه الشركات إلى ثلاثة مستويات: (كبرى، متوسطة، وصغرى) وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال لهذه الشركات للسنوات الخمسة وذلك من عام 2000 ولغاية عام 2004، والجداول التالية تبين ذلك:

- قطاع الصناعة

جدول رقم (2-3)

الشركات الصناعيّة عينة الدراسة الكبرى

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	مناجم الفوسفات الأردنيّة	73,000,000	كبرى
2	مصانع الأسمنت الأردنيّة	60,444,460	كبرى
3	مصفاة البترول الأردنيّة	32,000,000	كبرى
4	حديد الأردن	15,000,000	كبرى
5	الصناعات الهندسية العربية	12,505,000	كبرى
6	الكابلات الأردنيّة الحديثة	8,352,000	كبرى
7	مصانع الورق والكرتون الأردنيّة	7,500,000	كبرى
8	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	7,500,000	كبرى
9	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	7,500,000	كبرى

ومن دراسة الجدول رقم (2-3) يتبين أن ما مجموعه (9) من الشركات الصناعيّة عينة الدراسة كانت من الشركات الكبرى حسب التصنيف المذكور سابقاً وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال فيها، وكانت أعلى قيمة لها (73,000,000) دينار، وأدنى قيمة (7,500,000) دينار.

جدول رقم (3-3)

الشركات الصناعيّة عينة الدراسة المتوسطة

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	العربية لصناعة الألمنيوم / ارال	6,750,000	متوسطة
2	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	6,500,000	متوسطة
3	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	6,000,000	متوسطة
4	العربية للصناعات الكهربائية	6,000,000	متوسطة
5	مصانع الخزف الأردنيّة	5,500,000	متوسطة
6	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	5,000,000	متوسطة
7	العربية لتصنيع وتجارة الورق	4,300,000	متوسطة
8	الدولية للصناعات الخزفية	4,158,854	متوسطة
9	الوطنية لصناعة الصلب	4,000,000	متوسطة
10	مصانع الاجواخ الأردنيّة	4,000,000	متوسطة
11	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	4,000,000	متوسطة

ومن خلال الجدول رقم (3-3) يتبين أن ما مجموعه (11) شركة من الشركات الصناعيّة عينة الدراسة كانت من الشركات المتوسطة وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال فيها، كما أن أعلى قيمة لها (6,750,000) دينار، وأدنى قيمة (4,000,000) دينار.

جدول رقم (4-3)

الشركات الصناعيّة عينة الدراسة الصغرى

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	الأردنيّة لصناعة الأنابيب	3,250,000	صغرى
2	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	3,200,000	صغرى
3	الأردنيّة لصناعة الصوف الصخري	3,000,000	صغرى
4	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	2,800,000	صغرى
5	الألبان الأردنيّة	2,625,000	صغرى
6	الدولية لصناعة السيليكا	2,420,089	صغرى
7	الجنوب لصناعة الفلاتر	2,000,000	صغرى
8	الصناعات والكبريت الأردنيّة/ جيمكو	1,800,000	صغرى
9	العالمية للصناعات الكيماوية	1,500,000	صغرى
10	الصناعات الصوفية	1,320,000	صغرى
11	العامة للتعدين	1,100,000	صغرى

ويتضح من الجدول رقم (4-3) أن ما مجموعه (11) من الشركات الصناعيّة عينة الدراسة كانت من الشركات الصغرى، بحيث كانت أعلى قيمة لها (3,250,000) دينار، وأدنى قيمة (1,100,000) دينار.

- **قطاع الخدمات**

جدول رقم (5-3)

الشركات الخدميّة عينة الدراسة الكبرى

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	الاتصالات الأردنيّة	250,000,000	كبرى
2	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	39,200,000	كبرى
3	توليد الكهرباء المركزية	30,000,000	كبرى
4	المستثمرون العرب المتحدون	17,200,000	كبرى
5	العربية الدولية للفنادق	16,270,607	كبرى
6	الاتحاد للاستثمارات المالية	12,100,000	كبرى
7	الشرق للمشاريع الاستثمارية	11,600,000	كبرى
8	النقليات السياحية الأردنيّة / جت	10,800,000	كبرى
9	الأردنيّة للاستثمارات والنقل السياحي/ الفا	9,000,000	كبرى

ومن دراسة الجدول رقم (5-3) يتبين أن ما مجموعه (9) من الشركات الخدميّة عينة الدراسة كانت من الشركات الكبرى وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال فيها، حيث إن أكبر الشركات ضمن هذه العينة كانت شركة الاتصالات الأردنيّة، حيث بلغ متوسط رأس المال فيها (250,000,000) دينار.

جدول رقم (6-3)

الشركات الخدميّة عينة الدراسة المتوسطة

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين	8,379,895	متوسطة
2	العقارية الاستثمارية / عقاركو	7,500,000	متوسطة
3	مجموعة العصر للاستثمار	7,000,000	متوسطة
4	الاتحاد لتطوير الأراضي	5,392,857	متوسطة
5	الموارد للتنمية والاستثمار	4,800,000	متوسطة
6	تطوير العقارات	4,600,000	متوسطة
7	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	4,527,218	متوسطة
8	المؤسسة الصحفية الأردنيّة/ الرأي	4,200,000	متوسطة

أظهر الجدول رقم (6-3) أن ما مجموعه (8) من الشركات الخدميّة عينة الدراسة كانت من الشركات المتوسطة حسب التصنيف المذكور سابقاً وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال فيها، وكانت أعلى قيمة لها (8,379,895) دينار، وأدنى قيمة (4,200,000) دينار.

جدول رقم (7-3)

الشركات الخدميّة عينة الدراسة الصغرى

الرقم	اسم الشركة	متوسط رأس المال	تصنيف الشركة
1	الأردنيّة المركزية	4,000,000	صغرى
2	كهرباء محافظة اربد	4,000,000	صغرى
3	العرب للتنمية العقارية	3,667,067	صغرى
4	السلام الدولية للنقل والتجارة	3,640,051	صغرى
5	الثقة للنقل الدولي	3,455,200	صغرى
6	المركز الأردني للتجارة الدولية	3,400,000	صغرى
7	العربية للاستثمارات المالية	3,400,000	صغرى
8	الإنماء للاستثمارات والتسهيلات المالية	3,105,500	صغرى
9	الأردنيّة للصحافة والنشر / الدستور	2,660,000	صغرى
10	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	2,600,000	صغرى
11	المتحدة للاستثمارات المالية	2,000,000	صغرى
12	الصقر للاستثمارات والخدمات المالية	1,375,000	صغرى

وأيضاً بدراسة الجدول رقم (7-3) يتبين أن ما مجموعه (12) من الشركات الخدميّة عينة الدراسة كانت من الشركات الصغرى حسب التصنيف المذكور سابقاً وذلك بالاعتماد على متوسط رأس المال فيها، بحيث كانت أعلى قيمة لها (4,000,000) دينار، وأدنى قيمة (1,375,000) دينار

أداة الدراسة

ولغايات الدراسة الميدانيّة تم تصميم الاستبيان المؤلف من جزأين (انظر ملحق رقم 1)، حيث تناول الجزء الأول معلومات عامة (معلومات تتعلق بالشركة، ومعلومات شخصيّة ووظيفيّة تتعلق بالأفراد العاملين)، أما الجزء الثاني فقد تألف من خمسة أبعاد كما يلي:

- البعد الأول: طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تقوم الشركات بإتباعها.
- البعد الثاني: الإجراءات المتبعة في إعداد الموازنات الرأسماليّة في الشركات عينة الدراسة.
- البعد الثالث: أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في الشركات عينة الدراسة.
- البعد الرابع: الأساليب التي تقوم الشركات عينة الدراسة بإتباعها في معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي.
- البعد الخامس: الطرق التي تقوم الشركات عينة الدراسة بإتباعها في تحديد معدل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

صدق أداة الدراسة

للتأكد من مدى صدق وصلاحية أداة الدراسة، أي مدى الاعتماد عليها في قياس ما أعدت لأجل قياسه (Sekran, 2003). فقد تم عرضها على هيئة من المحكمين بلغ عددهم (10) محكمين، يمتازون بالخبرة والدراية في مجال التخصص في كل من جامعة اليرموك، الجامعة الهاشميّة، وجامعة البلقاء التطبيقيّة، وجامعة آل البيت، وتمت صياغة الاستبيان بالشكل النهائي بعد الأخذ بملاحظات واقتراحات المحكمين.

ثبات الأداة

لاختبار أداة الدراسة تم التأكد من ذلك باحتساب معامل (كرونباخ ألفا)، وحيث يرى البياتي (2005) أن أصغر قيمة مقبولة إلى ألفا هي (60%) فإذا كانت القيمة أقل من ذلك فإنها تُعد ضعيفة وغير مقبولة ، وكلما ارتفعت تكون أفضل حيث تكون هناك ثقة بالإجابة على أنها صحيحة، حيث بلغت قيمة معامل (كرونباخ الفا) بمتوسط عام للاستبيان (85.04%) وهذه النسبة مرتفعة وتشير إلى أن معامل الاتساق الداخلي لأداة الدراسة مرتفع جداً.

الأساليب الإحصائيّة المستخدمة

لقد تم الاستفادة من برنامج الحزم الإحصائيّة للعلوم الاجتماعية (Statistical Package for Social Sciences-SPSS) في تحليل البيانات التي تم جمعها في هذه الدراسة وقد تم استخدام أسلوب التحليل المناسب للبيانات المراد تحليلها والغاية من وراء هذا التحليل، وفي هذه الدراسة تم الاستعانة بعدة أساليب إحصائية من أجل توظيف البيانات التي تم جمعها لتحقيق الغاية المرجوة من هذه الدراسة، وهي كالتالي:

1. التكرارات والنسب المئويّة (**Frequency & percentage**) وذلك بهدف وصف العينة.
2. المتوسطات الحسابية (**Means**): وهي تعبر عن تكرارات الإجابات مضروبة بمستواها، ومقسومة على عدد أفراد العينة، وذلك للكشف عن اتجاهات إجابات أفراد العينة على أسئلة الدراسة.
3. اختبار الانحدار الخطي البسيط (**Simple Linear Regression**)، وهو يعبر عن مدى وجود العلاقة الإحصائيّة بين متغيرين (X,Y) واتجاه هذه العلاقة، ومستوى تفسير تأثير

المتغير المستقل على المتغير التابع، وذلك للكشف عن وجود العلاقات وقوة واتجـاه هـذه العلاقات.

4. اختبار معامل الارتباط بيرسون (**Pearson Correlation**)، وهو اختبار يقيس الارتباط بين متغيرين (X,Y) وقوة الارتباط بينهما، عند مستوى ثقة لا يقل عن 95%، ونسبة دلالة لا تتجاوز (5%)، وذلك بهدف الكشف عن معنوية الدلالة الإحصائيّة.

5. اختبار التباين الأحادي (**One Way ANOVA- Test**)، وهو اختبار يعبر عـن وجـود العلاقة بين متغيرين (X,Y) عن طريق مربع الانحراف المعياري لمتوسطات المشاهدات، وذلك بهدف الكشف عن الاختلافات والفروق الإحصائيّة.

6. اختبار معامل الاتساق الداخلي (**Cronbach Alpha**)، ويستخدم هذا الاختبار لتحديد فيما إذا كانت أسئلة الاستبيان صحيحة على أثر أجوبة أفراد العينة على الأسئلة، وذلك للتأكد من صدق إجابات أفراد العينة والاتساق الداخلي لأسئلة الاستبيان (أبو راضي، 2002).

محددات الدراسة

1. محدودية المراجع العلمية الحديثة المتخصصة في الموازنات الرأسماليّة وقرارات الإنفـاق الرأسمالي.

2. اقتصرت هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة المسجلة في بورصة عمان فقط، حيث إن فرص الحصول على البيانات اللازمة للبحث متوفرة على هذا النوع من الشركات أكثر من توفرها في المنشآت الصناعيّة والخدميّة الأخرى، لذلك لم تشمل هذه الدراسة الشركات الصناعيّة والخدميّة في أشكالها القانونية الأخرى، والتي تشكل أيضاً قاعدة مؤثرة في الاقتصاد الوطني الأردني.

الفصل الرابع

تحليل البيانات واختبار فرضيّات الدراسة

- تحليل البيانات الخاصة بالمعلومات العامة عن الشركات مدار البحث
- الخصائص الديموغرافيّة للمستجيبين
- مناقشة أبعاد الدراسة
- اختبار فرضيّات الدراسة

الفصل الرابع

تحليل البيانات واختبار فرضيّات الدراسة

يتناول هذا الفصل وصفاً دقيقاً للخصائص العامة لعينة الدراسة وذلك فيما يتعلق بالشركات والأفراد المجيبين على الاستبيان، ومناقشة أبعاد الدراسة واختبار فرضيّاتها.

أولاً: تحليل البيانات الخاصة بالمعلومات العامة عن الشركات مدار البحث

1. القطاع الذي تنتمي إليه الشركة

جدول (1-4)

توزيع شركات عينة الدراسة حسب القطاع الذي تنتمي إليه

القطاع الذي تنتمي إليه الشركة	التكرار	النسبة
القطاع الصناعي	31	%51.7
القطاع الخدمي	29	%49.3
المجموع	**60**	**%100**

ومن الجدول رقم (1-4) يتبين أن ما نسبته (51.7%) من شركات عينة الدراسة كانت شركات صناعية وأن الشركات الخدميّة كانت تمثل (49.7%) من عينة الدراسة، وهما نسبتان متقاربتان جداً.

2. مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تقوم الشركة بإقرارها

جدول (2-4)

توزيع شركات عينة الدراسة حسب مشروعات الإنفاق الرأسمالي

مشروعات الإنفاق الرأسمالي	التكرار	النسبة
مشروعات استثمارية جديدة	15	%25.0
مشروعات التوسع كإضافة منتج جديد	18	%30.0
مشروعات الإحلال	4	%6.7
مشروعات التطوير وتحسين اقتصاديات التشغيل	23	%38.3
المجموع	**60**	**%100**

ومن الجدول رقم (2-4) يتضح أن معظم الشركات عينة الدراسة تعمل على الإنفاق على مشروعات التطوير وتحسين اقتصاديات التشغيل، أكثر من غيرها من المشروعات الرأسماليّة، حيث بلغت نسبة الشركات التي تقوم بالإنفاق على هذا النوع من المشاريع (38.3%)، وأن ما نسبته (30%) تقرر الإنفاق على مشروعات التوسع كإضافة منتج جديد، في حين أن ما نسبته (25%) من هذه الشركات تقرر الإنفاق على مشروعات استثمارية جديدة، بينما مشروعات الإحلال قد حصلت على أقل نسبة تمثيل حيث بلغت نسبتها (6.7%) ولعل هذا له علاقة بالعمر الإنتاجي للآلات والمعدات.

وهذا التوجه نحو الاستثمارات الرأسمالية في بناء استثمارات جديدة وتحسين اقتصاديات التشغيل والتوسع في الإنتاج للشركات القائمة قد يكون لمواجهة التحديات الناتجة عن المنافسة من المستثمرين المحليّن والخارجييّن والانسجام مع توجهات الجهات المسؤولة في الدولة التي تبذل العناية الكافية في تشجيع الاستثمارات وتقديم التسهيلات لما له من المنفعة على الاقتصاد الوطني.

3. استخدام الحاسب الآلي في دراسة وتقييم البدائل الاستثمارية المقترحة.

جدول (3-4)

توزيع شركات عينة الدراسة حسب استخدامها للحاسب الآلي

يتم استخدام الحاسب الآلي	التكرار	النسبة
نعم	50	%83.3
لا	10	%16.7
المجموع	**60**	**%100**

ويظهر من خلال الجدول رقم (3-4) أن معظم الشركات عينة الدراسة تقوم باستخدام الحاسب الآلي في دراسة وتقييم البدائل الاستثمارية وذلك لتوفر أجهزة الحاسب والبرامج والأنظمة المحوسبة بأثمان معقولة في السوق المحلي، حيث بلغ عددها (50) شركة شكلت ما نسبته (83.3%)، بينما بلغت نسبته الشركات عينة الدراسة التي لا تستخدم الحاسب الآلي (16.7%)، وقد بلغ عددها (10) شركات فقط.

ولعل هذا -حسب اعتقاد الباحث- له أثر في استخدام طرق تقييم البدائل الاستثمارية المتطورة التي يتم حسابها بسهولة ودقة باستخدام الحاسب وتنسجم هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Pike,1996) حيث توصل إلى أن الشركات الكبرى أكثر استخداما للحاسب الآلي في تقييم الإنفاق الرأسمالي مما له الأثر في استخدام طرق التقييم المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود.

4. حجم الاستثمارات السنويّة

جدول (4-4)

توزيع شركات عينة الدراسة حسب حجم الاستثمارات السنوية

حجم الاستثمارات	التكرار	النسبة
أقل من مليون دينار	17	%28.3
من مليون إلى أقل من 2 مليون دينار	17	%28.3
من 2 مليون إلى 3 مليون دينار	7	%11.7
أكثر من 3 مليون دينار	19	%31.7
المجموع	**60**	**%100**

ومن دراسة الجدول رقم (4-4) يتبين أن حجم الاستثمارات السنويّة للشركات عينة الدراسة كان مُتبايّن، إلا أن هذا التبايّن لم يكن كبيراً حيث إن نسبة الشركات التي بلغ حجم استثماراتها السنويّة أقل من مليون دينار قد تساوت مع نسبة الشركات التي حجم استثماراتها السنويّة من مليون إلى أقل من (2) مليون دينار، وبنسبة بلغت (28.3%)، وتقاربت مع نسبة الشركات التي بلغ حجم استثماراتها أكثر من(3) مليون دينار، بنسبة (31.7%)، وهذا يدل على تنوع استثمارات هذه الشركات والذي قد يعزى إلى اختلاف حجم رؤوس الأموال فيها.

ثانياً: الخصائص الديموغرافية للمستجيبين

1. التخصص العلمي

جدول (4-5)

توزيع أفراد العينة حسب التخصص العلمي

التخصص العلمي	التكرار	النسبة
محاسبة	41	%68.3
مالية ومصرفية	12	%20.0
إدارة أعمال	3	%5.0
اقتصاد	3	%5.0
أخرى	1	%1.7
المجموع	**60**	**%100**

وبدراسة الجدول رقم (4-5) يتضح أن معظم أفراد العينة كانوا ضمن تخصص المحاسبة حيث بلغ عددهم (41) فرداً من مجمل الأفراد البالغ عددهم (60) فرداً، شكلوا ما نسبته 68.3%، يليهم من هم ضمن تخصص المالية والمصرفيّة، حيث شكلوا ما نسبته (20%) من العينة، ويليهم من هم ضمن تخصصي إدارة الأعمال والاقتصاد وبنسبة بلغت (5.0%) لكل منهما، وهذا يعزز من قدرة المستجيبين للإجابة على أداة الدراسة (الاستبيان) لما لهم من صلة أو اطلاع على مفهوم الموازنات الرأسماليّة وإعدادها، وقرار الإنفاق الرأسمالي، ووجود الوعي الكافي لدى أفراد العينة بأهداف ومضامين الدراسة.

2. المؤهل الأكاديمي

جدول (4-6)

توزيع أفراد العينة حسب المؤهل الأكاديمي

المؤهل الأكاديمي	التكرار	النسبة
ثانوية عامة	1	%1.7
دبلوم	1	%1.7
بكالوريوس	38	%63.3
ماجستير	18	%30
دكتوراه	2	%3.3
أخرى	00	%0.0
المجموع	**60**	**%100**

ويلاحظ من خلال الجدول رقم (4-6) أن معظم أفراد العينة من حملة شهادة البكالوريوس حيث بلغ عددهم ضمن هذا المستوى الأكاديمي (38) فرداً من أفراد العينة والبالغ عددهم (60) فرداً أي أنهم شكلوا ما نسبته (63.3%)، بينما توزع باقي أفراد العينة على المستويات التعليميّة الأخرى وبنسب قليلة، حيث بلغت نسبة الذين يحملون شهادات الثانويّة العامة والدبلوم (1.7%) لكل منهما، وكذلك بلغت نسبة الذين هم ضمن مستوى الدكتوراه

(3.3%)، والذين هم من حملة شهادة الماجستير (30%)، وهذا يدل على تجانس المستجيبين من حيث المستوى العلمي وإلى أهميّة التأهيل العلمي المناسب لمنصب المدير المالي أو رئيس قسم المحاسبة أو المحاسب للقيام بالواجبات الموكلة إليهم بكفاءة وفاعلية في الشركات الصناعيّة والخدميّة المساهمة العامة الأردنيّة، ونلاحظ وجود مديرين ماليين يحملون درجة الدكتوراة وقد يعود ذلك إلى أن إدارة الشركات الصناعيّة والخدميّة تقوم بدفع أجر مناسب لهم لكي يقوموا بهذا العمل، وذلك بتطبيق الجانب الأكاديمي على الواقع العملي للوصول إلى نتائج مرضية في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

3. الشهادة المهنيّة

جدول (7-4)

توزيع أفراد العينة حسب الشهادة المهنيّة

الشهادة المهنية	التكرار	النسبة
CPA	9	%15
CMA	9	%15
CFM	1	%1.7
JCPA	2	%3.3
لا يوجد	39	%65
المجموع	**60**	**%100**

ومن دراسة الجدول رقم (7-4) يتضح أن معظم أفراد العينة لا يحملون الشهادات المهنيّة المذكورة ضمن فئات التحليل، حيث بلغ عددهم 39 فرداً ونسبتهم 65%، في حين بلغت نسبة الحاصلين على شهادة (CPA) (15%)، ونسبة الحاصلين على شهادة (CMA) (15%) أيضاً ونسبة الحاصلين على (CFM) (1.7%)، ونسبة الحاصلين على (JCPA) (3.3%)، بينما كانت أعلى نسبة من هذه الشهادات هي نسبة الحاصلين على CPA و CMA بنسبة متماثلة وهي (15%)، ويرجع ذلك بأن من يحمل مثل هذه الشهادات المهنيّة فإن المنصب الأمثل له هو

منصب المدير المالي أو منصب له علاقة وثيقة بتنظيم الأمور الماليّة لأهميتها في إدارة أموال المنشأة وربما يعود ندرة الحصول على الشهادات المهنيّة لدى أفراد العينة وذلك للتكلفة الماديّة المترتبة عليها وصعوبة اجتياز الامتحانات المقررة.

4. المركز الوظيفي

جدول (8-4)

توزيع أفراد العينة حسب المركز الوظيفي

المركز الوظيفي	التكرار	النسبة
مدير عام	1	%1.7
نائب مدير عام	4	%6.7
المدير المالي	24	%40.0
رئيس قسم المحاسبة	12	%20.0
محاسب	16	%26.7
رئيس شعبة المحاسبة الإدارية	1	%1.7
أخرى	2	%3.3
المجموع	**60**	**%100**

أظهر الجدول رقم (8-4) أن معظم أفراد العينة تركزوا حول وظيفة المدير المالي والمحاسب ورئيس قسم المحاسبة، حيث بلغت نسبتهم ضمن هذه الفئات الثلاث (86.7%) من حجم العينة وهم على علاقة وثيقة بموضوع الموازنات الرأسماليّة وقرار الإنفاق الرأسمالي وطرق التقييم، في حين أن باقي أفراد العينة توزعوا على باقي الفئات وبنسب قليلة نسبياً.

5. عدد سنوات الخبرة

جدول (9-4)

توزيع أفراد العينة حسب عدد سنوات الخبرة

سنوات الخبرة	التكرار	النسبة
أقل من 5 سنوات	12	%20.0
من 5 إلى أقل من 10 سنوات	28	%46.7
من 10 إلى أقل من 15 سنة	13	%21.7
من 15 إلى أقل من 20 سنة	3	%5.0
من 20 سنة فأكثر	4	%6.7
المجموع	**60**	**%100**

ويظهر من خلال الجدول رقم (9-4) أن ما نسبته (20%) من أفراد العينة كانوا ضمن فئة الخبرة (أقل من 5 سنوات)، وأن ما نسبته (46.7%) منهم ضمن الفئة (من 5 إلى أقل من 10 سنوات)، وهي الفئة التي حصلت على أعلى تمثيل في هذه العينة، وكذلك ما نسبته(21.7%) من أفراد العينة كانوا ضمن الفئة (من 10 إلى أقل من 15 سنة)، وأيضاً ما نسبته (5.0%) كانوا ضمن الفئة التي نالت أقل تمثيل في هذه العينة (من 15 إلى أقل من 20 سنة)، أي أن معظم أفراد عينة الدراسة وعددهم (48)، ونسبتهم (80%) من أفراد عينة الدراسة تزيد خبرتهم عن خمسة سنوات وهذا يعكس مستوى الخبرة لدى المستجيبين أصحاب الاختصاص ذوي العلاقة بموضوع الموازنات الرأسمالية وقرارات الإنفاق الرأسمالي في الشركات الصناعيّة والخدميّة المساهمة العامة الأردنيّة، وهذا يعكس أيضاً قدرة عينة الدراسة على الإجابة بموضوعية على أسئلة الدراسة لإدراكهم أهمية الموازنات الرأسماليّة وإعدادها وأهمية القرارات الاستثمارية.

مناقشة أبعاد الدراسة

ارتكزت أداة الدراسة على خمسة أبعاد، احتوى كل بعد على مجموعة من الأسئلة تتعلق بموضوع معين هدفت الدراسة إلى استقصائه، وقد تم استخدام خمسة مستويات في الإجابة على الأسئلة كما في دراسة Ryan & Ryan (2002)، والتي تتعلق بالبعد الأول والثاني والبعد الرابع والخامس في هذه الدراسة، وذلك حسب الدرجات التالية:

1 = دائماً 2 = غالباً 3 = أحياناً 4 = نادراً 5 = أبداً

1. مناقشة البعد الأول: (طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي)

وفي هذا البعد تم التعرف على اتجاهات إجابات أفراد العينة على طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي (الطرق المتطورة والطرق التقليديّة) المتبعة في شركات الدراسة الصناعيّة والخدميّة والجدول التالي يبين ذلك:

جدول (4-10)

توزيع إجابات أفراد العينة على البعد الأول (طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي)

طرق التقييم	دائماً		غالباً		أحياناً		نادراً		أبداً	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
صافي القيمة الحاليّة	21	%35	29	%48.3	6	%10.0	1	%1.7	3	%5.0
معدل العائد الداخلي	11	%18.3	29	%48.3	12	%20.0	2	%3.3	6	%10.0
مؤشّر الربحيّة (دليل الربحيّة)	16	%26.7	20	%33.3	16	%26.7	3	%5.0	5	%8.3
فترة الاسترداد	6	%10	9	%15.0	30	%50.0	9	%15.0	6	%10.0
معكوس فترة الاسترداد	2	%3.3	6	%10.0	31	%51.7	8	%13.3	13	%21.7
معدل العائد المحاسبي	5	%8.3	12	%20.0	27	%45.0	5	%8.3	11	%18.3
خليط من طرق التقييم السابقة	6	%10.0	15	%25.0	25	%41.7	4	%6.7	10	%16.7

ومن خلال الجدول رقم (10-4) يُلاحظ ما يلي:

1. اختلفت إجابات أفراد العينة على هذه المجموعة من الأسئلة وذلك حسب إتباعها لطرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، إلا أنه وبشكل عام تركزت معظم الإجابات حول الإجابتين (غالباً، وأحيانا)، وهذا ما تشير إليه نسب الإجابات في الجدول (10-4).
2. بالنسبة لطريقة (صافي القيمة الحاليّة)، فإن معظم أفراد العينة دائماً وغالباً ما يستخدمون هذه الطريقة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، حيث بلغ عددهم (21) و (29) فرداً على التوالي شكلوا ما نسبته (83.3%)، ويعود ذلك إلى أن هذه الطريقة تعطي مؤشّراً للتغير المتوقع في حقوق المساهمين وأخذها بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود وإعادة استثمارها بتكلفة راس المال وهذه النتيجة متقاربة نسبياً مع ما توصل إليه(Ryan & Ryan,2002) في دراستهم.
3. أما طريقة (معدل العائد الداخلي)، فإن معظم أفراد العينة غالباً ما يستخدمون هذه الطريقة، حيث بلغ عددهم (29) فرداً شكلوا ما نسبته (48.3%)، ويعود ذلك إلى أن هذه الطريقة تكون بالنسبة المئويّة ولها مدلول دقيق يعبر عن معدل العائد على راس المال والذي ترغب المنشأة في تحقيقه وتدخل في حساباتها جميع التدفقات النقديّة الناتجة عن المشروع خلال العمر الإنتاجي له، وربّما يرجع استخدام هذه الطريقة إلى نراح نفسية، فمقياس على شكل نسبة مئوية يحبذه الكثير من المديرين كما أشار إلى ذلك رمضان (1991) في دراسته، وهذه النتيجة متقاربة نسبياً مع ما توصل إليه (Ryan & Ryan, 2002) في دراستهما.
4. كما أن معظم النسب تراوحت بين الإجابة دائماً وغالباً وأحياناً بالنسبة لطريقة (مؤشّر الربحيّة (دليل الربحيّة)، وبلغت هذه النسب (26.7% ، 33.3%، 26.7%)على التوالي حيث إنه يوفر أساسًا للمقارنة عند اختلاف مبالغ الاستثمار في المشروعات ذات الأحجام المختلفة ويفيد في اختيار المشروع أو الاستثمار الذي يحقق أقصى ربح ممكن.

5. أما بالنسبة لطريقتي (فترة الاسترداد، ومعكوس فترة الاسترداد)، فإن معظم الإجابات تركزت حول الإجابة أحياناً، وبنسب بلغت (50%) و (51.7%) على التوالي حيث إن هذه الطريقة تقيس مدى سيولة المشاريع المقترحة، وقد تكون سيولة المشاريع أحد أهم الأسباب التي أدت إلى شيوع استعمال هذه الطريقة كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الاستثمارية.

6. كذلك بالنسبة لطريقة (**معدل العائد المحاسبي**) يتضح أن معظم الشركات أحياناً ما تستخدم هذه الطريقة، حيث بلغت نسبة الإجابة (أحياناً) على هذه الطريقة (45%)، حيث تعمل هذه الطريقة على ترتيب البدائل الاستثمارية وفقاً لما تدره من معدلات للعائد ومن ثم يتم تخصيص الأموال المتاحة على البدائل بدءًا من أعلى المعدلات للعائد ثم التالي له حتى يتم تخصيص كل ما هو متاح من أموال.

وعلى اعتبار أن الطرق التالية: (**صافي القيمة الحاليّة، معدل العائد الداخلي، مؤشّر الربحيّة (دليل الربحيّة)**) من الطرق المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود حسب التصنيف المحاسبي، وأن الطرق: (**فترة الاسترداد، معكوس فترة الاسترداد، معدل العائد المحاسبي**) من الطرق التقليديّة، وبذلك يمكن التوصل إلى أن معظم الشركات عينة الدراسة دائماً أو غالباً ما تستخدم الطرق المتطورة في حين أنها أحياناً أو نادراً ما تستخدم الطرق التقليديّة، وهناك أيضاً نسبة (41.7%) من الشركات أحياناً تقوم باستخدام خليط من الطرق المتطورة والطرق التقليديّة وذلك للتأكد من صحة اتخاذ القرار الاستثماري كونه قرار غير مرن يصعب التراجع عنه أو تعديله دون تكبد خسائر كبيرة، ولحاجته للموارد الاقتصادية الكبيرة لإنجازه، كما أنه لم يكن هناك أي شركة ضمن عينة الدراسة لم تستخدم أي طريقة من طرق التقييم المذكورة.

2. مناقشة البعد الثاني: (إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة)

وفي هذا البعد تم التعرف على إجابات أفراد العينة على مدى إتباع شركات الدراسة لإجراءات إعداد الموازنات الرأسمالية، وتم اعتماد إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة من الكتب والمراجع المتخصصة، وكما أشار إليها الأكاديميون راضي وحجازي (2001، ص.209) فإن القرارات المتعلقة بالمشروعات الرأسماليّة تؤثر على المنشأة وعلى كل إدارة من إداراتها.

جدول (4-11)

توزيع إجابات أفراد العينة على البعد الثاني (إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة)

إجراءات إعداد الموازنات الرأسمالية	دائماً		غالباً		أحياناً		نادراً		أبداً	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
يقوم مديرو الإدارات بتقديم العروض والاقتراحات المتعلقة بالمشروعات الاستثمارية التي يقترح تنفيذها إلى المدير المالي.	19	%31.7	30	%50.0	8	%13.3	1	%1.7	2	%3.3
يقوم المدير المالي بالتنسيق بين المشروعات الاستثمارية المقترحة من قبل مديري الإدارات لتحقيق الاتصال الفعال بين مديري الإدارات والإدارة العليا.	16	%26.7	29	%48.3	13	%21.7	00	%00	2	%3.3
يقوم المدير المالي بإجراء الدراسات والتحاليل لتقييم البدائل الاستثمارية المختلفة وحساب الربحيّة المتوقعة لكل منها ورفع النتائج إلى الإدارة العليا.	17	%28.3	21	%35.0	20	%33.3	1	%1.7	1	%1.7
تقوم الإدارة العليا بدراسة وتقييم كافة البدائل الاستثمارية المقترحة.	21	%35.0	28	%46.7	10	%16.7	1	%1.7	00	%00
تقوم الإدارة العليا بإقرار المشروعات الاستثمارية التي تمثل افضل البدائل المختارة.	23	%38.3	21	%35.0	16	%26.7	00	%00	00	%00
يقوم المدير المالي بوضع موازنة الإنفاق الرأسمالي على ضوء المشروعات الاستثمارية التي تم اختيارها وإقرارها.	17	%28.3	20	%33.3	21	%35.0	1	%1.7	1	%1.7
تقوم لجنة الموازنة والمدير المالي بمراجعة ومناقشة وتعديل – إذا لزم الأمر – موازنة الإنفاق الرأسمالي لتتوافق مع المشروعات الاستثمارية التي تم إقرارها.	16	%26.7	17	%28.3	23	%38.3	2	%3.3	2	%3.3

ويتضح من خلال الجدول رقم (11-4) ما يلي:

1. اختلفت إجابات أفراد العينة على هذه المجموعة من الأسئلة، إلا أنه وبشكل عام تركزت معظم الإجابات حول الإجابتين (دائماً، غالباً)، وهذا ما تشير إليه نسب الإجابات في الجدول رقم (11-4).
2. من خلال تكرار الإجابات على هذا البعد ونسب تلك الإجابات يظهر أن معظم الشركات عينة الدراسة دائماً أو غالباً ما تقوم بإتباع إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة.
3. بلغ عدد الشركات التي يقوم فيها مديرو الإدارات دائماً بتقديم العروض والاقتراحات المتعلقة بالمشروعات الاستثمارية التي يقترح تنفيذها إلى المدير المالي (19) شركة وبنسبة بلغت (31.7%)، بينما (30) شركة غالباً ما تقوم بذلك وبنسبة بلغت (50.0%).
4. كذلك عدد الشركات التي يقوم المدير المالي فيها دائماً و غالباً بالتنسيق بين المشروعات الاستثمارية المقترحة من قبل مديري الإدارات لتحقيق الاتصال الفعال بين مديري الإدارات والإدارة العليا (45) شركة وبنسبة بلغت (75%) تقريباً.
5. ويتبين كذلك أن باقي الإجراءات المتبعة في عمليّة إعداد الموازنات الرأسماليّة تقوم معظم الشركات بإتباعها وبدرجات مختلفة، فمنها ما تقوم بذلك دائماً ومنها ما تقوم بذلك غالباً.

ومن هنا يلاحظ أن معظم الشركات عينة الدراسة تعتمد على إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة، حيث يقوم مديرو الإدارات بتقديم العروض والاقتراحات المتعلقة بالمشروعات الاستثمارية التي يقترح تنفيذها إلى المدير المالي، والذي يقوم بدوره بالتنسيق بين المشروعات الاستثمارية المقترحة لتحقيق الاتصال الفعّال بين مديري الإدارات والإدارة العليا، وإجراء الدراسات والتحاليل لتقييم البدائل الاستثمارية المختلفة، وحساب الربحيّة المتوقعة لكل منها،

ورفع النتائج إلى الإدارة العليا، وبعد ذلك تقوم الإدارة العليا بدراسة وتقييم كافة البدائل الاستثمارية المقترحة، وإقرار المشروعات الاستثمارية التي تمثل افضل البدائل المختارة.

ويقوم المدير المالي بوضع موازنة الإنفاق الرأسمالي على ضوء المشروعات الاستثمارية التي تم اختيارها وإقرارها.

وبعد ذلك تقوم لجنة الموازنة والمدير المالي بمراجعة ومناقشة وتعديل -إذا لزم الأمر- موازنة الإنفاق الرأسمالي لتتوافق مع المشروعات الاستثمارية التي تم إقرارها.

حيث إن إتباع شركات الدراسة لإجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة تتفق مع ما توصل إليه سالم في دراسته (1973) على ضرورة تضافر جهود الأطراف المعنية بتخطيط المشروعات الاستثمارية من اجل الوصول إلى خطة استثمارية متكاملة وواقعية، وضرورة متابعة وتقييم نتائج تنفيذ المشروعات الاستثمارية بغرض الوقوف على ما حققته هذه المشروعات من النتائج التي دفعت إدارة الشركة الجهات الأخرى المسؤولة إلى إقرارها.

3. مناقشة البعد الثالث: (أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي)

تم اعتماد أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي وهي تسعة أجزاء من الدراسات السابقة كما أشار إليها الرجبي (1997) لبيان مدى أهميتها في عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة.

وفي هذا البعد تم اعتماد المستوى الليكارتي الخماسي في الإجابة عن هذه الأسئلة كما تم استخدامه في دراسة الرجبي (1997) وذلك حسب الدرجات التالية:

1 = مهم جداً   2 = مهم   3 = قليل الأهمية 4 = غير مهم   5 = غير مهم على الإطلاق

وتم استخدام متوسطات إجابات أفراد العينة وهي تعبر عن القيمة الناتجة من مجموع قيم المفردات كلها مقسومة على عدد المفردات كما أشار إلى ذلك البياتي (2005) حيث إن المتوسطات قربت إلى أقرب منزلة عشرية وجزأت على النحو التالي:

- المتوسط (1–2.5) يعبر عن وجود الأهميّة.
- المتوسط (2.6–3.4) يعبر عن وجود الأهميّة القليلة.
- المتوسط (3.5–5) يعبر عن عدم وجود الأهميّة.

وطلب من أفراد العينة الإجابة على أسئلة هذا البعد وكانت، إجاباتهم حسب الجدول التالي رقم (12-4).

جدول (12-4)

متوسطات إجابات أفراد العينة على البعد الثالث (أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي)

أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي	المتوسط الحسابي
وجود موازنة رأسماليّة طويلة الأجل في الشركة.	2.01
البحث عن مشروعات استثمارية جديدة للشركة.	2.00
وجود لجنة لتقييم المشروعات الاستثمارية.	2.13
استخدام طرق تقييم المشروعات الاستثمارية التي تنوي الشركة القيام بها.	2.00
تحليل مخاطر المشروعات الاستثمارية.	1.93
وجود قسم متخصص لإعداد الموازنات.	2.18
الرقابة على النفقات والتدفقات النقديّة ومقارنة الإنفاق الفعلي مع المخطط له.	1.96
مراجعة المشروعات الاستثمارية بعد التنفيذ.	1.98
استخدام أساليب تحليل علمية.	1.95

اتجهت معظم إجابات أفراد العينة في شركات الدراسة نحو الإجابة (مهم)، حيث إن معظم الشركات عينة الدراسة قد أولت أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي نوعاً من الأهميّة، ومن خلال دراسة الجدول رقم (4-12) يمكن ملاحظة ما يلي:

1. الجزء الذي نال أكبر أهميّة من أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في شركات الدراسة هو (تحليل مخاطر المشروعات الاستثمارية) حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (1.93).
2. أما الجزء الذي نال المرتبة الثانية في الأهميّة من أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في الشركات هو (استخدام أساليب تحليل علمية)، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (1.95).
3. أما الجزء الذي نال المرتبة الثالثة في الأهميّة من أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في شركات الدراسة هو (الرقابة على النفقات والتدفقات النقديّة ومقارنة الإنفاق الفعلي مع المخطط له)، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (1.96) حيث إن التنبؤات المعدة في وقت المشروع سوف تقارن بالنتائج الفعليّة.
4. أما الجزء الذي نال المرتبة الرابعة في الأهميّة من أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في شركات الدراسة هو (مراجعة المشروعات الاستثمارية بعد التنفيذ) حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (1.98).

وقد يكون سبب ذلك ضخامة الأموال المستثمرة في الإنفاق الرأسمالي مما يتطلب الأخذ بالحسبان المخاطر المحيطة بالمشروعات الرأسمالية، نظراً لعدم استقرار البيئة المحيطة بمنشآت الأعمال، واستخدام أساليب التحليل العلمية في دراسة قرار الإنفاق الرأسمالي، وضرورة معالجة الانحرافات في التدفقات النقديّة عن المخطط له أولاً بأول، حيث إن قرار الإنفاق الرأسمالي

قرار يصعب التراجع عنه، لما يترتب عليه من خسائر باهظة، كما أن شركات الدراسة قد تُعد هذه العوامل مدخلاً تسويقياً ملائماً لجذب المستثمرين وذلك للاطمئنان على أموالهم المستثمرة وتحقيق الفائدة المرجوة، فهذه العوامل تشير إلى انهم على دراية بالأساليب العلميّة الحديثة.

ويستدل من ذلك أنه على الرغم من اختلاف متوسطات الأهميّة لأجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في شركات الدراسة، إلا أنه وبشكل عام معظم الشركات في كلا القطاعين أشارت متوسطاتها الحسابيّة إلى وجود الأهميّة لهذه الأجزاء، .حيث إنه يجب الاهتمام بجميع مراحل العمليّة الاستثمارية من لحظة التفكير في إنشاء المشروع الاستثماري حتى إتمام تنفيذه، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة الرجبي (1997) وإن اختلفت درجة الأهميّة في بعض الأجزاء، وتتفق مع ما أشار إليه الأكاديميون باسيلي (2001) وظاهر (2002) في مراحل عمليّة اتخاذ القرارات الاستثمارية.

4. مناقشة البعد الرابع: (أساليب معالجة المخاطرة)

وقد تم سؤال أفراد العينة فيما إذا كانت الشركة التي يعملون بها تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، وقد وجد أن معظم الشركات تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم المشروعات الرأسماليّة، حيث بلغ عدد الشركات التي تقوم بذلك (59) شركة من شركات الدراسة البالغ عددها (60) شركة، شكلت ما نسبته (98%) وهي نسبة مرتفعة جداً.

جدول (13-4)

توزيع إجابات أفراد العينة على البعد الرابع (أساليب معالجة المخاطرة)

أساليب معالجة المخاطرة	دائماً		غالبا		أحيانا		نادراً		أبداً	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
تقصير فترة الاسترداد	9	%15	32	%53.3	14	%23.3	2	%3.3	2	%3.3
تحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكّدة (معامل التأكد)	3	%5.0	32	%53.3	16	%26.7	3	%5.0	4	%6.7
زيادة معدل الخصم	6	%10	24	%40.0	21	%35.0	5	%8.3	3	%5.0
استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة	3	%5.0	18	%30.0	23	%38.3	9	%15	6	%10
تحليل الحساسيّة	2	%3.3	16	%26.7	23	%38.3	6	%10.0	12	%20.0
شجرة القرارات	2	%3.3	15	%25.0	20	%33.3	12	%20.0	10	%16.7
توزيع الاحتمالات	00	%00	19	%31.7	19	%31.7	13	%21.7	8	%13.3
زيادة معدل العائد المحاسبي	10	%16.7	15	%25.0	23	%38.3	7	%11.7	4	%6.7
تقدير شخصي من الإدارة حسب الخبرة السابقة	12	%20.0	25	%41.7	18	%30.0	3	%5.0	1	%1.7

ومن خلال دراسة الجدول رقم (13-4) يتبين أن معظم إجابات أفراد العينة ابتعدت عن الإجابة دائما، وقد يعني ذلك أن معظم شركات الدراسة لا تلجأ إلى استخدام أسلوبا واحداً من أساليب معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي، حيث إنها تستخدم أكثر من طريقة والتي يعبر عنها بـــ(غالباً)، و (أحيانا).

وكذلك أنه لم تكن هناك شركة من شركات الدراسة لا تستخدم هذه الأساليب جميعها أو حتى واحدة منها، حيث إن تكرار الإجابات على المستوى (أبداً) منخفض جداً، ونسبة تمثيله ضعيفة.

ويتبين كذلك أن الأساليب المستخدمة في معالجة درجة مخاطرة التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة التي نالت درجة استخدام متمثلة بالإجابة غالباً كانت:

- تقصير فترة الاسترداد وبنسبة بلغت (53.3%) من شركات الدراسة، وتقوم المنشأة بتخفيض فترة الاسترداد لان ذلك يؤدي إلى جعل الفترة الزمنيّة اللازمة لاسترداد تكلفة الاستثمار قليلة مما يطمئن المستثمرين على أموالهم كما أشار إلى ذلك رمضان (1991) والرجبي (1997) في دراستيهما.
- تحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكّدة (معامل التأكّد) وبنسبة بلغت (53.3%) من شركات الدراسة ، حيث تقوم شركات الدراسة بطرح مبلغ معين من التدفقات النقديّة المتوقعة حسب التقدير الشخصي.
- زيادة معدل الخصم وبنسبة بلغت (40%) من شركات الدراسة، حيث تقوم شركات الدراسة برفع معدل الخصم على أساس تقديري.
- تقدير شخصي من الإدارة حسب الخبرة السابقة وبنسبة بلغت (41.7%) من شركات الدراسة.

وهذا يعني أن معظم شركات الدراسة تقوم بالتركيز على أسلوب تقصير فترة الاسترداد، وتحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكدة وذلك لحاجتها للسيولة النقديّة والبعد عن المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي، أي تلجأ إلى الحكم الشخصي في معالجة المخاطرة.

وإن الأساليب التي نالت درجة استخدام متمثلة بالإجابة أحياناً كانت:

- استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة وبنسبة بلغت (38.3%) من شركات الدراسة وفي هذا النموذج يتكون معدل الخصم من معدل الفائدة الخالي من المخاطر بالإضافة إلى نسبة مئويّة مقابل المخاطرة كما تم بيانه في الإطار النظري.
- تحليل الحساسيّة وبنسبة بلغت (38.3%) من شركات الدراسة، حيث إن معرفة الظروف التي تزيد من درجة حساسيّة معدلات العائد سوف تضع إدارة المنشأة أمام مسؤوليتها لتقرر حجم المخاطر المتوقعة بدرجة كافية حتى تقرر رفض المشروع الاستثماري أم قبوله كما أشار إلى ذلك الحناوي وآخرون (2003).
- شجرة القرارات وبنسبة بلغت (33.3%) من شركات الدراسة، حيث إن شجرة القرارات توضح كافة البدائل المتاحة موضوع المفاضلة والأحداث المحتمل وقوعها لكل بديل من البدائل والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها (هندي، 1999).
- توزيع الاحتمالات وبنسبة بلغت (31.7%) من شركات الدراسة.
- زيادة معدل العائد المحاسبي وبنسبة بلغت (38.3%) من شركات الدراسة تقوم بتعديل معدل الربح المحاسبي.

وهذا يعني أن معظم شركات الدراسة أحياناً تلجأ لاستخدام أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة، تحليل الحساسيّة، شجرة القرارات وتعديل معدل العائد المحاسبي في معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروع الإنفاق الرأسمالي، إلا أنها وبشكل أساسي لا تركز عليها.

5. مناقشة البعد الخامس: (معدل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من مشروعات الإنفاق الرأسمالي)

وطُلب من أفراد العينة بيان كيفية تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة الذي يتم استخدامه عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي وكانت ردودهم كما في الجدول التالي:

جدول (14-4)

توزيع إجابات أفراد العينة على البعد الخامس (معدل الخصم)

طرق تحديد معدل الخصم	دائماً		غالباً		أحياناً		نادراً		أبداً	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة	5	%8.3	29	%48.3	11	%18.3	4	%6.7	11	%18.3
المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال	11	%18.3	33	%55.0	9	%15.0	3	%5.0	4	%6.7
تكلفة حقوق الملكية	7	%11.7	16	%26.7	24	%40.0	5	%8.3	8	%13.3
تكلفة الاقتراض	3	%5.0	17	%28.3	29	%48.3	3	%5.0	8	%13.3
معدل تحدده الإدارة حسب الخبرة السابقة	2	%3.3	18	%30.0	24	%40.0	6	%10.0	10	%16.7

ويُظهر الجدول رقم (14-4) أن معظم شركات الدراسة ركزّت غالباً على طريقتين من طرق تحديد معدل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من مشروعات الإنفاق الرأسمالي، والطريقتان هما:

- نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة وبنسبة بلغت (48.3%) من شركات الدراسة.
- المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال وبنسبة بلغت (55%) من شركات الدراسة.

وتُعد الطريقتين السابقتين من الطرق الموضوعية في تحديد معدل الخصم وهذا يعني أن شركات الدراسة تسعى في تطوير نفسها في موضوع تحديد معدل الخصم ، حيث يستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بشكل دائم بنسبة بلغت (18%) من شركات الدراسة وهي أعلى نسبة استخدام مقارنة مع باقي الطرق المستخدمة.

بينما يلاحظ أن باقي الطرق كانت أحياناً ما تستخدم، وهذه الطرق هي:

- تكلفة حقوق الملكية وبنسبة بلغت (40%) من شركات الدراسة.
- تكلفة الاقتراض وبنسبة بلغت (48.3%) من شركات الدراسة وتعُد معدل الخصم مساوياً لتكلفة الاقتراض.
- معدل تحدده الإدارة حسب الخبرة السابقة وبنسبة بلغت (40%) من شركات الدراسة

والطرق الثلاث السابقة هي من الطرق غير الموضوعيّة حيث إنه لا يجوز استخدام تكلفة الاقتراض كمعدل للخصم لان الغالبية العظمى من المشروعات الاستثمارية يتم تمويلها بمزيج من حقوق الملكيّة والاقتراض، كما أشار إلى ذلك الرجبي (1997) وتتفق هذه النتيجة مع دراسته، وهذا يشير إلى أن معظم الشركات استخدمت جميع الطرق إلا أن هناك توجه لدى شركات الدراسة نحو استخدام الطرق الموضوعيّة منها.

اختبار فرضيّات الدراسة

تم طرح ست فرضيّات في هذه الدراسة، تم اختبارها كل على حدة ومن ثم التوصل إلى النتائج والتوصيات، وذلك من خلال الأساليب الإحصائيّة المختلفة، وفيما يلي اختبار الفرضيّات التالية:

1. اختبار الفرضيّة الأولى:

H01: لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية في استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة لطرق التقييم المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والطرق التقليديّة عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية.

وفي اختبار هذه الفرضيّة تم تصنيف طرق التقييم إلى طرق متطورة وأخرى تقليديّة، حيث اشتملت الطرق المتطورة على ما يلي:

- صافي القيمة الحاليّة **(NPV)** Net Present Value
- معدل العائد الداخلي Internal Rate of Return **(IRR)**
- مؤشّر الربحيّة (دليل الربحيّة) Profitability Index **(PI)**

وأما الطرق التقليديّة اشتملت على الأتي:

- فترة الاسترداد Payback Period (PB)
- معكوس فترة الاسترداد The Payback Reciprocal
- معدل العائد المحاسبي Accounting Rate of Return (ARR)

وعلى اعتبار أن الإجابات (دائماً، غالباً، وأحيانا) تدل على الاستخدام ولكن بدرجات متفاوتة، وأن الإجابات (نادراً، وأبداً) تدل على عدم الاستخدام حسب المقياس المستخدم في هذه الدراسة، والجدول رقم (15-4) يبين استخدام الشركات عينة الدراسة لهذه الطرق.

جدول (15-4)

نتائج اختبار الفرضيّة الأولى

طرق التقييم	تستخدم		لا تستخدم	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
صافي القيمة الحاليّة	56	%93.3	4	%6.7
معدل العائد الداخلي	52	%86.7	8	%13.3
مؤشّر الربحيّة (دليل الربحيّة)	52	%86.7	8	%13.3
متوسط النسبة المئوية لاستخدام الطرق المتطورة		**%88.9**		
فترة الاسترداد	45	%75	15	%25
معكوس فترة الاسترداد	39	%65	21	%35
معدل العائد المحاسبي	44	%73.3	16	%26.7
متوسط النسبة المئوية لاستخدام الطرق التقليديّة		**%71.1**		
خليط من طرق التقييم السابقة	46	%76.7	14	%23.3

ومن دراسة الجدول رقم (4-15) يتبين أن معظم شركات الدراسة استخدمت الطرق المتطورة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، حيث بلغ متوسط النسبة المئويّة لاستخدام الطرق المتطورة (88.9%)، أي أن شركات الدراسة تقوم باستخدام الطرق المتطورة التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، حيث يتم استخدام صافي القيمة الحاليّة وذلك (دائماً وغالباً وأحيانا) بنسبة بلغت (93.3%)، ويتم استخدام معدل العائد الداخلي بنسبة بلغت (86.7%)، كما أنه يتم استخدام مؤشّر الربحيّة من قبل شركات الدراسة وذلك بنسبة بلغت (86.7%) وهي نسب متقاربة نسبياً، كما أن نسبة الشركات التي لا تستخدم الطرق المتطورة قليلة ومتماثلة نسبياً.

وعلى الرغم من استخدام شركات الدراسة للطرق المتطورة إلا أنها ما زالت تستخدم الطرق التقليديّة حيث بلغ متوسط النسبة المئويّة لاستخدام الطرق التقليديّة (71.1%) وتستخدم فترة الاسترداد بنسبة (75%) ومعكوس فترة الاسترداد بنسبة (65%) كما أنه يتم استخدام معدل العائد المحاسبي بنسبة (73.3%) وهي نسب متقاربة نسبياً، كما أن هناك نسبة (71.7%) من شركات الدراسة تلجأ إلى استخدام طرق متعددة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، وبذلك لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائيّة بين استخدام الطرق المتطورة والطرق التقليديّة وهذا يعني أن الفرضيّة العدميّة الأولى مثبتة ويمكن قبولها.

وعلى الرغم من ذلك فإن الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة تستخدم طرق التقييم المتطورة عند اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي، حيث كانت صافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي اكثر استخداما في شركات الدراسة، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصل إليه Ryan &Ryan (2002)، والرجبي (1997)، ورمضان (1991) في دراساتهم، بينما توصل الحمود في دراسته (1997) إلى أن أهم الطرق المستخدمة هي فترة الاسترداد ومعدل العائد

الداخلي، بينما كانت طرق تقييم الاستثمار الرأسمالي الأكثر حداثة ودقة والتي تأخذ بالحسبان زمن التدفقات النقديّة غير مستخدمة من قبل الشركات المساهمة القطريّة بشكل ملائم حيث بلغت نسبة الشركات التي لا تستخدم أي من هذه الطرق (41.7%).

2. اختبار الفرضيّة الثانية:

H02: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تأخذ بالحسبان القيمة الزمنيّة للنقود والتي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي.

وقد تم تجزئة الشركات إلى مجموعتين، مجموعة تستخدم الطرق المتطورة ومجموعة أخرى تستخدم الطرق التقليديّة، وتم اعتبار متوسط ربحيّة السهم، ومتوسط العائد على الموجودات وذلك لفترة زمنيّة بلغت خمسة سنوات من عام 2000 ولغاية 2004 كمقياس للأداء لمعرفة فيما إذا كان هناك علاقة بين طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي المستخدمة من قبل شركات الدراسة والأداء المالي لها.

ولمناقشة هذه الفرضيّة تم اختبارها حسب اختبار الارتباط عند معامل بيرسون (Pearson Correlation) كما أشار أليه أبو راضي (2002) وهو اختبار يقيس قوة العلاقة بين متغيرين (X, Y) ويهدف الارتباط إلى قياس العلاقة بين المتغيرات من حيث القوة والاتجاه، وذلك للتحقق من وجود العلاقة ذات الدلالة الإحصائيّة أو عدم وجودها، وذلك عند مستوى الدلالة الإحصائي ($\alpha \leq 0.05$)، وتتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (−1) و(+1) حيث تشير القيمة (−1) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام، أما (+1) فتشير إلى وجود

علاقة ارتباط طردية أو موجبة تامة، وإذا وصلت قيمة معامل الارتباط إلى درجة الصفر يستدل من ذلك على انعدام العلاقة الارتباطية والجدول التالي يبين اختبار هذه الفرضيّة:

جدول (4-16)

نتائج اختبار الفرضيّة الثانية

	طرق التقييم	متوسط ربحيّة السهم		متوسط العائد على الموجودات	
		معامل الارتباط	الدلالة	معامل الارتباط	الدلالة
1	طرق متطورة	0.289	0.025	0.25	0.50
2	طرق تقليدية	0.145	0.26	0.094	0.47

وبدراسة الجدول رقم (4-16) يُلاحظ أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين طرق التقييم المتطورة والتي استخدمتها (56) شركة من عينة الدراسة وأدائها المالي مقاساً بمتوسط ربحيّة السهم، وهذه العلاقة إيجابيّة إذ أن استخدام طرق التقييم المتطورة يؤدي إلى التأثير على متوسط ربحيّة السهم بصورة إيجابيّة، حيث بلغ معامل الارتباط (0.28)، ومستوى الدلالة (0.025)، وعلى الرغم من أن علاقة الارتباط بين استخدام طرق التقييم المتطورة ومتوسط ربحيّة السهم ذات دلالة إحصائيّة، إلا أن درجة الارتباط بينهما ضعيفة.

ويُظهر الجدول أيضاً أنه لا توجد علاقة بين استخدام الطرق المتطورة وأداء الشركة المالي مقاساً بمتوسط العائد على الموجودات، حيث بلغت مستوى الدلالة (0.50) وهي أكبر من النسبة المقبولة إحصائياً (0.05)، وكذلك تبين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استخدام الطرق التقليديّة والتي استخدمتها (45) شركة من عينة الدراسة وأدائها المالي مُقاساً بمتوسط ربحيّة السهم، ومتوسط العائد على الموجودات، حيث بلغت مستوى الدلالة (0.26) و(0.47) على التوالي. والنسبتان أكبر من النسبة المقبولة إحصائياً (0.05).

وبذلك يمكن رفض الفرضيّة العدمية الثانيّة وقبول الفرضيّة البديلة لها والتي تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي المتطورة وأداء الشركة مقاساً بمتوسط ربحيّة السهم الواحد، وان هذه النتيجة لا تتفق مع ما توصل إليه رمضان (1991) في دراسته حيث لم يجد علاقة بين الطرق المستخدمة في تقييم الإنفاق الرأسمالي وأداء الشركة مقاسا بالعائد على السهم الواحد والعائد على الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من المآخذ على العائد على الموجودات وهو صافي الربح بعد الضرائب على مجموع الأصول كمعيار لقياس الأداء، منها ما يتعلق بصافي الربح ومنها ما يتعلق براس المال المستثمر حيث إن الربح لا يعكس المردود الحقيقي، ومجموع الأصول لا تعكس القيمة الحقيقيّة للشركة، أضف إلى ذلك أن طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي هي مقاييس للاختيار من بين البدائل الاستثمارية ويجب أن يكون مؤشّر قياس الأداء متفقاً مع الطريقة المستخدمة، وهذا ما ينسجم مع دراسة (رمضان، 1991). لذا فقد استخدم متوسط ربحيّة السهم الواحد كمقياس للأداء.

3. اختبار الفرضيّة الثالثة:

H03: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة التي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي.

تم مناقشة إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة في البعد الثاني من الدراسة وتقوم غالبية شركات الدراسة بإتباع هذه الإجراءات، ولمناقشة هذه الفرضيّة تم اختبارها حسب اختبار التباين الأحادي (ANOVA-Test)، وذلك لنسبة خطأ لا تتجاوز (5%)، ومستوى ثقة يزيد عن (95%)، بغرض الحصول على مدى ومعنوية العلاقة بين المتغير المستقل (إجراءات إعداد

الموازنات الرأسماليّة) والمتغيرين التابعين (متوسط ربحيّة السهم، ومتوسط العائد على الموجودات) واللذان يعبران عن أداء الشركة المالي والجدول التالي يبين ذلك:

جدول (17-4)

نتائج اختبار الفرضيّة الثالثة

مقياس الأداء المالي	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة
متوسط العائد على الموجودات	906.05	13	69.69	1.43	0.18
متوسط ربحيّة السهم	0.51	13	0.040	0.922	0.53

ومن خلال دراسة الجدول رقم (17-4) يتبين أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة التي تتبعها الشركات الصناعيّة والخدميّة والأداء المالي لها، حيث أظهر اختبار (ANOVA-Test) ذلك من خلال مستويات الدلالة، فبلغ مستوى الدلالة بالنسبة للعلاقة بين متوسط العائد على الموجودات وإجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة (18%)، وهي أكبر من نسبة الخطأ المقبولة إحصائياً (0.05) كما أشار أليها أبو راضي (2002)، مما يعني عدم وجود العلاقة ذات الدلالة الإحصائيّة.

وتشير أرقام الاختبار أيضاً إلى أن مستوى الدلالة بالنسبة لمتوسط ربحيّة السهم بلغت (53%)، وهي أكبر من نسبة الخطأ المقبولة إحصائياً، مما يشير إلى عدم وجود العلاقة ذات الدلالة الإحصائيّة.

ومن هنا يتبين أن الفرضيّة العدميّة الثالثة مثبتة ويمكن قبولها، ولا تتفق هذه النتيجة مع دراسة الرجبي (1997) حيث وجد أن هناك علاقة إحصائية قوية بين درجة تطور الموازنة الرأسماليّة وأداء الشركات المساهمة العامة مقاسا بمتوسط ربحيّة السهم لثلاث سنوات، وذلك أن الشركات التي تستخدم الأساليب المتطورة قد تستخدم هذه الأساليب في اتخاذ القرارات الإدارية الأخرى وهذا بطبيعته ينعكس إيجاباً على أداء الشركة، حيث إن القرارات الإدارية تعكس أثرها على الأداء المالي للشركات.

كما أن هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على الأداء منها كثافة راس المال والحجم والهيكل التنظيمي وإدارة المنشأة ودرجة المخاطرة كما أشار إلى ذلك رمضان (1991) في دراسته، بالإضافة إلى عدم ثبات الظروف السياسيّة والاقتصاديّة، وظاهرة التضخم، وصعوبة التنبؤ بالأحداث على المدى البعيد، التي تؤثر على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة.

4. اختبار الفرضيّة الرابعة:

H04: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين حجم الشركة مقاساً بحجم رأس المال والطريقة المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

وقد تم الإشارة إلى حجم الشركة في ثلاث فئات صغيرة، متوسطة، كبيرة، ولمناقشة هذه الفرضيّة تم اختبارها حسب اختبار الانحدار البسيط (Simple Regression)، بغرض الحصول على مدى ومعنوية العلاقة بين المتغير المستقل (حجم الشركة مقاساً بمتوسط راس المال لفترة زمنية بلغت خمسة سنوات وذلك من عام 2000 ولغاية 2004) والمتغير التابع (طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، والجدول التالي يبين ذلك:

جدول (4-18)

نتائج اختبار الفرضيّة الرابعة

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.980	.355		5.581	.000
	DIM1	8.791E-02	.457	.037	.192	.848
	DIM2	8.561E-03	.344	.005	.025	.980

a. Dependent Variable: VOL

وتشير (DIM1) في الجدول السابق إلى استخدام الطرق المتطورة، وتشير (DIM2) إلى الطرق التقليديّة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

ومن خلال الجدول رقم (4-18) يتبين أن حجم الشركة مقاساً بمتوسط رأس المال سواء كانت كبيرة أو متوسطة أو صغيرة الحجم لا تؤثر على الطرق المتبعة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي سواء كانت هذه الطرق متطورة أو تقليديّة، وقد بلغت مستوى الدلالة بالنسبة للطرق المتطورة (0.84) وبالنسبة للطرق التقليديّة (0.98)، وهذا يعني أن الفرضيّة العدميّة الرابعة مثبتة ويمكن قبولها، وتنسجم هذه النتيجة مع دراسة مصطفى (1995) حيث لم يتوصل إلى وجود علاقة بينهما، وأيضاً دراسة رمضان (1991) حيث توصل إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والطريقة المستخدمة، حيث إن جميع شركات الدراسة هي شركات مساهمة عامة تسعى دائماً لتطوير نفسها وذلك باختيار الطريقة التي تتناسب مع الخطة الاستراتيجيّة والأهداف للمنشأة لتحقيق الغاية المرجوة من الإنفاق الرأسمالي، وتعظيم ثروة المساهمين، ولجذب المستثمرين في ظل الواقع التنافسي بين الشركات. وكما أن هذه النتيجة لا تنسجم مع دراسة Graham and Hayavey (2002) حيث تبين في دراستيهما أن حجم الشركة له اثر في اختيار طرق التقييم، حيث تتبع طرق خصم التدفقات النقدية والشركات الصغرى تتبع فترة الاسترداد.

5. اختبار الفرضيّة الخامسة:

H05: لا تستخدم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

وتم مناقشة هذه الفرضيّة على مرحلتين: تتمثل المرحلة الأولى بمعرفة فيما إذا كانت الشركات عينة الدراسة تستخدم أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات،

والمرحلة الثانية الكشف عن أهم أساليب معالجة المخاطرة والتي تركز عليها شركات الدراسة، وتم التوصل إلى ما يلي:

عند سؤال أفراد العينة فيما إذا كانت الشركة التي يعملون بها تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، تبين أن معظم الشركات تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم المشروعات الرأسماليّة حيث بلغ عدد الشركات التي تقوم بذلك (59) شركة من شركات الدراسة البالغ عددها (60) شركة، وبنسبة (98%) وهي نسبة مرتفعة جداً.

ومن خلال مناقشة البعد الرابع سابقاً (انظر جدول (4-13)) حيث توصلت الدراسة إلى أن معظم شركات الدراسة لا تلجأ إلى استخدام أسلوباً واحداً من أساليب معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي، حيث إنها تستخدم أكثر من طريقة والتي يعبر عنها بـــ(غالباً)، و (أحيانا).

كما أنه لم تكن هناك شركة من شركات الدراسة لا تستخدم هذه الأساليب جميعها أو حتى واحدة منها، حيث إن تكرار الإجابات على المستوى (أبداً) منخفض جداً، ونسبة تمثيله ضعيفة.

ويتبين كذلك أن الأساليب التي نالت درجة استخدام متمثلة بالإجابة غالباً كانت:

- تقصير فترة الاسترداد Shorten Payback Period
- تحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكّدة (معامل التأكّد) Certainty Equivalent Approach
- زيادة معدل الخصم بدرجة المخاطرة Risk - Adjust Discount Rate
- تقدير شخصي من الإدارة حسب الخبرة السابقة

وهذا يعني أن معظم شركات الدراسة تقوم بالتركيز على الأساليب المذكورة سابقاً في معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي.

وأما الأساليب التي نالت درجة استخدام متمثلة بالإجابة أحياناً كانت:

- استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة Capital Asset Pricing Model
- تحليل الحساسيّة Sensitivity Analysis
- شجرة القرارات Decisions Tree
- توزيع الاحتمالات Probability Distribution
- زيادة معدل العائد المحاسبي

وهذا يعني أن معظم شركات الدراسة أحياناً تلجأ لاستخدام الأساليب المذكورة سابقاً في معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروع الإنفاق الرأسمالي، إلا أنها وبشكل أساسي لا تركز عليها.

أما أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة، تحليل الحساسيّة، شجرة القرارات وتوزيع الاحتمالات فهي أساليب علمية لترجمة المخاطرة وتحتاج إلى المعرفة والدراية في استخدامها لذلك فهي تستخدم بنسبة قليلة جداً بشكل دائم، وقد يعود ذلك إلى نقص في المعرفة لدى الشركات بهذه الأساليب العلمية بحيث تلجأ إلى استخدام أسلوب تقصير فترة الاسترداد وتحويل التدفقات النقديّة إلى تدفقات نقديّة مؤكدة، ورفع معدل الخصم على أساس تقديري، والاعتماد على الخبرة الشخصيّة من قبل الإدارة في معالجة المخاطرة وهذا يميل إلى الحكم الشخصي والتحيز، وخلاصة القول رغم أن شركات العينة تستخدم أساليب معالجة المخاطرة إلا أنها لا تعد متطورة عند معالجة مخاطرة التدفقات النقديّة لاعتمادها على الحكم الشخصي اكثر من الأساليب العلميّة في ترجمة المخاطرة ، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة الرجبي (1997).

وبذلك يمكن رفض الفرضيّة العدمية الخامسة وقبول الفرضية البديلة لها والتي تشير إلى استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسمالية.

6. اختبار الفرضيّة السادسة:

H06: لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائيّة في استخدام الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة للطرق الموضوعيّة أو غير الموضوعيّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

وتقوم هذه الفرضيّة على اختبار اتجاهات أفراد العينة نحو الطرق المتبعة (الموضوعية وغير الموضوعية) في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسمالية وكانت إجاباتهم على الأسئلة التي تتعلق بهذه الفرضيّة حسب الجدول التالي:

جدول (19-4)

نتائج اختبار الفرضيّة السادسة

طرق تحديد معدل الخصم	تستخدم		لا تستخدم	
	تكرار	نسبة	تكرار	نسبة
نموذج تسعير الأصول الراسماليّة	45	%75.0	15	%25.0
المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال	53	%88.3	7	%11.7
متوسط النسبة المئوية لاستخدام الطرق الموضوعية		**%81.65**		
تكلفة حقوق الملكية	47	%78.3	13	%21.7
تكلفة الاقتراض	49	%81.7	11	%18.3
معدل تحدده الإدارة حسب الخبرة السابقة	44	%73.3	16	26.7
متوسط النسبة المئوية لاستخدام الطرق الغير موضوعية		**%77.8**		

ومن دراسة الجدول رقم (19-4) تم التوصل إلى أن معظم شركات الدراسة استخدمت الطرق الموضوعيّة وغير الموضوعيّة في تحديد معدل خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة، حيث بلغ متوسط النسبة المئويّة لاستخدام الطرق الموضوعيّة (81.65%)، أي أن شركات الدراسة تقوم باستخدام الطرق الموضوعيّة التي تأخذ بالحسبان تكلفة جميع مصادر التمويل للمشاريع الاستثمارية في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشاريع الاستثمارية عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، حيث يتم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة وذلك (دائماً وغالباً واحياناً) بنسبة بلغت (75%)، ويتم استخدام المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال وبنسبة بلغت (88.3%) وهي أعلى نسبة استخدام، وعلى الرغم من استخدام شركات الدراسة للطرق الموضوعيّة إلا أنها ما زالت تستخدم الطرق غير الموضوعيّة حيث بلغ متوسط النسبة المئويّة لاستخدام الطرق غير الموضوعيّة (77.8%)، كما أنه يتم استخدام تكلفة حقوق الملكية من قبل شركات الدراسة وذلك بنسبة (78.3%)، ويتم أيضاً استخدام تكلفة الاقتراض بنسبة (81.7%)، وتلجأ شركات الدراسة إلى استخدام المعدل الذي تحدده الإدارة حسب الخبرة السابقة وذلك بنسبة (73.3%) وهي نسب متقاربة نسبياً، وهي من الطرق غير الموضوعيّة حيث إنه لا يجوز استخدام تكلفة الاقتراض كمعدل للخصم لان الغالبية العظمى من المشروعات الاستثمارية يتم تمويلها بمزيج من حقوق الملكيّة والاقتراض كما أشار إلى ذلك الرجبي (1997) وتتفق هذه النتيجة مع دراسته، وهذا يشير إلى أن معظم الشركات استخدمت جميع الطرق إلا أن هناك توجه لدى شركات الدراسة نحو استخدام الطرق الموضوعيّة منها.

وأيضاً تنسجم هذه النتيجة مع دراسة Jog and Strivastave (1995) حيث توصلت دراستيهما إلى أن الشركات تستخدم جميع طرق تحديد معدل الخصم إلا أنها مازالت تستخدم الأساليب الشخصية وغير الموضوعية في تقدير تكلفة رأس المال.

وبذلك لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائيّة بين استخدام طرق تحديد معدل الخصم وهذا يعني أن الفرضيّة العدميّة السادسة مثبتة ويمكن قبولها، أي أنه تستخدم الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة جميع طرق تحديد معدل الخصم وبنسب متقاربة، وذلك لخصم التدفقات النقديّة المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسماليّة.

النتائـــج والتوصيـــات

النتائـــج

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسماليّة في الشركات الصناعيّة والخدميّة المدرجة في بورصة عمان ومن خلال النتائج التي تم التوصل إليها من تحليل البيانات التي تم جمعها عن طريق الاستبيانات التي وزعت على المديرين الماليين ورؤساء أقسام المحاسبة والمحاسبين في الشركات المطبقة للموازنات الرأسماليّة تبين ما يلي:

- إن أغلب عينة الدراسة من الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة تستخدم الطرق المتطورة في عمليّة تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي ومنها صافي القيمة الحاليّة، ومعدل العائد الداخلي، ومؤشّر الربحيّة وبنسبة استخدام بلغت (93.3%)، (86.7%)، (86.7%) على التوالي، ومازالت تستخدم الطرق التقليديّة بنسبة مرتفعة، فترة الاسترداد بنسبة (75%)، وهناك نسبة (76.7%) من شركات الدراسة تقوم باستخدام خليط من الطرق المتطورة والطرق التقليديّة.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين استخدام الطرق المتطورة وأداء الشركة المالي مقاساً بمتوسط ربحيّة السهم حيث بلغ معامل الارتباط (0.28)، ومستوى الدلالة (0.025)، كما أنه لا توجد علاقة بين استخدام الطرق المتطورة وأداء الشركة المالي مقاساً بمتوسط العائد على الموجودات حيث بلغت مستوى الدلالة (0.50) وهي أكبر من النسبة المقبولة إحصائياً (0.05).

- تعتمد عينة الدراسة من الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة بشكل عام إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة من أجل الوصول إلى خطة استثمارية متكاملة وواقعية حيث تركزت معظم إجابات أفراد العينة حول الإجابتين (دائماً، غالباً)، وهذا ما تشير إليه نسب الإجابات في الجدول رقم (4-11).

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة التي تتبعها الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة عينة الدراسة والأداء المالي، فبلغ مستوى الدلالة بالنسبة للعلاقة بين متوسط العائد على الموجودات وإجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة (18%)، وهي أكبر من نسبة الخطأ المقبولة إحصائياً (0.05) بينما مستوى الدلالة بالنسبة لمتوسط ربحيّة السهم بلغت (53%) وهي أيضاً أكبر من نسبة الخطأ المقبولة إحصائياً.

- وعلى الرغم من تباين متوسطات الأهميّة لأجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في الشركات الصناعيّة والخدميّة إلا أن معظم الشركات عينة الدراسة وفي كلا القطاعين أشارت متوسطاتها إلى وجود الأهميّة لهذه الأجزاء في اتخاذ القرار الاستثماري.

- أما الأجزاء التي حصلت على أكثر الأهميّة من أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في الشركات الصناعيّة والخدميّة هي (تحليل مخاطر المشروعات الاستثمارية، استخدام أساليب تحليل علمية، الرقابة على النفقات والتدفقات النقديّة ومقارنة الإنفاق الفعلي مع المخطط له، مراجعة المشروعات الاستثمارية بعد التنفيذ) حيث بلغت المتوسطات الحسابية لهذه الأجزاء (1.93)، (1.95)، (1.96)، (1.98) على التوالي حيث إن التنبؤات المعدة في وقت المشروع سوف تقارن بالنتائج الفعليّة.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين حجم الشركة مقاساً بحجم رأس المال والطريقة المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي حيث إن حجم الشركة لا يؤثر على الطرق المتبعة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي سواء كانت هذه الطرق متطورة أو تقليديّة، وقد بلغت مستوى الدلالة بالنسبة للطرق المتطورة (0.84) وبالنسبة للطرق التقليديّة (0.98).
- بلغت نسبة الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة التي تأخذ عامل المخاطرة بالحسبان عند تقييم المشروعات الرأسماليّة (98%)، بحيث تلجأ إلى استخدام الأساليب التي تعتمد على الحكم الشخصي، والتقدير، ونسبة قليلة تستخدم الأساليب العلمية بشكل دائم في ترجمة المخاطرة.
- ركّزت الشركات المساهمة العامة الأردنيّة الصناعيّة والخدميّة على جميع طرق تحديد معدل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من مشروعات الإنفاق الرأسمالي، وكان أهمها المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال وبنسبة استخدام بلغت (88.3%).

التوصيـــات

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها وما لوحظ خلال توزيع الاستبيانات على المستجيبين من أفراد العينة فإنه يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات التالية:

- ضرورة العمل على تعزيز الخبرات النظرية للجهات التي تقوم بتقييم المشروعات الرأسماليّة للإلمام بالآراء النظريّة التي تغطي الجوانب المختلفة لقرارات الإنفاق الرأسمالي، ويفيد في هذا المجال عقد دورات تدريبيّة للمدراء الماليين ورؤساء أقسام المحاسبة والمحاسبين في الشركات لتوعيتهم، بأهمية استخدام طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي في الاختيار من بين البدائل الاستثمارية المتنافسة ، وبالذات الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقديّة (صافي القيمة الحاليّة ومعدل العائد الداخلي ومؤشّر الربحيّة).
- ضرورة إعطاء موضوعات تحديد ومعالجة المخاطرة وتحديد معدل خصم التدفقات النقديّة عناية أكبر في المستقبل وذلك لرفع كفاءة قرارات الإنفاق الرأسمالي، ويفيد في هذا المجال استخدام البرمجيات المتوفرة على أجهزة الحاسوب.
- الاهتمام بإجراءات إعداد الموازنات الرأسمالية وتفعيلها بما ينسجم مع الهدف من الإنفاق الرأسمالي والأهداف الاستراتيجية للمنشأة لتعظيم قيمة ثروة المساهمين ومشاركة جميع المستويات الإدارية في أعدادها من أجل تفعيل وظيفتي التنسيق والاتصال.
- يجب ربط الجانب النظري بالتطبيق العملي واطلاع المسؤولين عن تخطيط الإنفاق الرأسمالي على المقالات الموجهة للمشكلات العمليّة بالإضافة إلى دعوة ممثلين عن المستويات الإداريّة المختلفة في الشركات إلى ندوات ومحاضرات ومؤتمرات تتناول هذا الموضوع.

- ضرورة التركيز على موضوع الموازنات الرأسمالية وتقييم الإنفاق الرأسمالي في مساقي المحاسبة الإداريّة والإدارة الماليّة لدرجتي البكالوريوس في المحاسبة والماليّة في الجامعات الأردنيّة، وفي هذا المجال نقترح على مدرسي مساقي المحاسبة الإداريّة والإدارة الماليّة والاستعانة بالعديد من الحالات التطبيقيّة المختلفة التي تساعد الطلبة على إدراك أهمية هذا الموضوع ومحاولة مسايرة التطورات الحديثة فيه.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

الكتب:

أبو راضي، فتحي.(2002). **الطرق الإحصائية في العلـوم الاجتماعيـة**. الإسـكندرية: دار المعرفة الجامعية.

باسيلي، مكرم. (2001). **المحاسبة الإدارية: مدخل معاصر في التخطـيط والرقابـة وتقيـيم الأداء**، ط3. المنصورة: المكتبة العصرية.

البياتي، محمود. (2005). **تحليل البيانات الإحصائية باستخدام البرنامج الإحـصائي SPSS**، ط1. الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

جمعة، إسماعيل، ومحرم، زينات، وخطيب، صبحي.(2000). **المحاسـبة الإداريـة ونمـاذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات الإدارية**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

الحارس، أسامة. (2004). **المحاسبة الإدارية**. عمان: دار الحامد للنشر.

الحناوي، محمد، ومصطفى، نهال، وعبد، جلال.(2001). **أساسيات الإدارة المالية**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

الحناوي، محمد، وقرياص، رسمية، ومصطفى، نهال. (2003). **الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

الحناوي، محمد، ومصطفى، نهال، وعبد، جـلال. (2004). **الإدارة الماليـة: مـدخل اتخـاذ القرارات**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

حنفي، عبد الغفار. (1991). **الإدارة المالية المعاصرة: مدخل اتخاذ القـــرارات**. الإســـكندرية: الدار الجامعية.

خان، محمد، وغرايبة.(1995). هشام.**الإدارة المالية**. عمان: مركز الكتب الأردني.

راضي، محمد، وحجازي، وجدي. (2001). **المدخل الحديث في إعداد واستخدام الموازنـــات**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

الرجبي، "محمد تيسير". (2004). **المحاسبة الإدارية**، ط3. عمان: دار وائل.

الرزق، صالح، وزواتي، عبد الكريم. (1993). **المحاسبة الإدارية الحديثة** عمان، ط1.

السامرائي، عدنان. (1997). **الإدارة المالية**: المدخل الكمي. بغداد: مطبعة الزهراء.

السعايدة، منصور. (1993).**المحاسبة الإدارية: مع التركيز على التكاليف لغايات، التخطـــيط، اتخاذ القرارات، الرقابة وتقييم الأداء**، ط1. عمان: مؤسسة رام للتكنولوجيا والكمبيوتر.

الشرع، مجيد، وسفيان، سليمان. (2002). **المحاسبة الإدارية: اتخاذ قـــرارات ورقابـــة**، ط1. عمان: دار الشرفا.

ظاهر، احمد. (2002). **المحاسبة الإدارية**. عمان: دار وائل.

عباس، علي.(2002)..**الإدارة المالية في منظمات الأعمال**، ط1. عمان: الرائد العلمية.

عبد العال، احمد. (1977). **المحاسبة الإدارية: الأدوات التحليليـــة والاتجاهـــات الـــسلوكية**. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

العربيد، عصام. (2003). **المحاسبة الإدارية**، ط1. عمان: دار المناهج.

عطية، هاشم، ومحمد، محمد. (2000). **دراسات في المحاسبة المالية، محاســـبة التكـــاليف، المحاسبة الإدارية**. القاهرة: الدار الجامعية.

الفداع، فداع. (2000). **المحاسبة الإدارية**. عمان: مؤسسة الوراق.

كحالة، جبرائيل، وحنان، رضوان. (1997). **المحاسبة الإدارية مدخل محاسبة المسؤولية وتقييم الأداء**، ط1. عمان: مكتبة دار الثقافة.

مرعي، عبد الحي، ومرعي، عطية. (2000). **المحاسبة الإدارية، أساسيات التخطيط واتخاذ القرارات والرقابة وتقييم الأداء**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

النعيمات، عبد السلام، والبخيت، يزن. (2005). **الآثار الاقتصادية والاجتماعية لاتفاقية الشراكة بين الأردن والاتحاد الأوروبي**.الجمعية العلمية الملكية، عمان.

نور، احمد، والسوافيري، رزق. (1993). **المحاسبة الإدارية**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

نور، احمد، وعلي، أحمد. (2003). **مبادئ المحاسبة الإدارية**. الإسكندرية: الدار الجامعية.

هندي، منير. (1999). **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، ط3. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

هورنجرن، تشارلز، ت. (1986). **محاسبة التكاليف مدخل إداري**. ترجمة: احمد حامد حجاج. الرياض: دار المريخ.

هيتجر، ليستر وماتولتش، سيرج.(1988). **المحاسبة الإدارية**. ترجمة: احمد حامد حجاج. الرياض: دار المريخ.

ب. الدوريات:

الحمود، تركي، وإبراهيم، محمد. (1997). مدى استعمال أساليب المحاسبة الإدارية وطرق تقويم الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات المساهمة القطرية. **المجلة العربية للعلوم الإدارية**، مجلد 4، العدد 2، ص ص 243-269.

الرجبي، محمد. (1997). قرارات الإنفاق الرأسمالي وأثرها على الأداء: دراسة ميدانية، **دراسات العلوم الإدارية**، مجلد 25، العدد 2، 1997م، ص ص 306-320.

رمضان، صايل. (1991). طرق تقويم الإنفاق الرأسمالي وعلاقتها بأداء الشركة: دراسة على الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، **مجلة جامعة الملك سعود**، مجلد 3، العلوم الإدارية(1)، ص ص 187-212.

سالم، منير. (1973). المنهج العلمي لدراسة المشروعات الرأسمالية الاستثمارية. **مجلة المحاسبة والإدارة والتامين**، العدد 20، جامعة القاهرة، ص ص 171-192.

مصطفى، سليمان. (1995). دراسة محاسبية اختباريه باستخدام المدخل الإيجابي لطرق تقييم الأنفاق طويل الأجل وعلاقة ذلك بأداء الشركات. **مجلة البحوث التجارية**، مجلد 17، العدد2، جامعة الزقازيق، ص ص 127-162.

النجار، فايق. الموازنات التخطيطية في المصارف الإسلامية. **البنوك في الأردن**، مجلد23، العدد2، 2004م، ص ص29-61.

ج. الرسائل الجامعية غير المنشورة:

الجمل، عصام. (2002). **الإنفاق الرأسمالي وأثره على أداء الشركات : دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.** رسالة ماجستير غير منشورة، كليـة الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.

د. المصادر الأخرى:

بورصة عمان، النشرة الإحصائيّة الشهرية، تشرين الأول 2005م.

دليل بورصة عمان. 2005م .

وزارة الصناعة والتجارة، دائرة مراقبة الشركات. "التقرير الإحصائي للشركات لغاية شهر كانون أول"، 2005/12م، الأردن.

المراجع الأجنبية:

Books:

Besley, Scott. And Brigham, Eugene F. (2000). **Essentials of Managerial Finance,** 12th ed. The Dryden Press, United States of America.

Deakin, Edward. And Maher, Michael. (1991). **Cost Accounting,** 3rd ed. Trwin, United States of America.

Finkler, Steven A. (1992). **Budgeting Concepts for Nurse Managers,** 2nd ed. W. B. Saunders Company, United States of America.

Gitman, Lawrence J. (1979). **Principles of Managerial Finance,** 2nd ed. Harper and Row Publishers, United States of America.

Hilton, Roland. (1999). **Managerial Accounting,** 4th ed. Mc Graw Hill, New York.

Horngren, Charles T. Foster, George and Datar, Srikant M. (2003). **Cost Accounting: Managerial Emphasis,** 11th ed. Prentic Hall, New Jersey,.

Inman, Mark. (1988). **Cost Accounting,** Stage Tow. Heinemann, London.

Killough, Larrg N. and Leininger, Wayner E. (1987). **Cost Accounting, Concept and Techniques for Management,** 2nd ed. West United States of America.

Sekran, Uma. (2003). **Research Method for Business: A skill Building Approach,** 2nd ed . John Wiley and Sons, New York.

Upadhyay, K M. (1985). **Financial Management**. Kalyani Publishers, New Delhi, India.

Williamson, Duncan. (1996). **Cost and Management Accounting**. Prentic Hall Europe, United States of America.

B. Journals:

Arnold, Glen C. and Hatzopoulos, Panos D. (2000). The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom. **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 27, No. 5&6. June / July, PP. 603-626.

Block, Stanley. (1997). Capital Budgeting Techniques used by Small Business Firms in the 1990 s. **The Engineering Economist**, Vol.42, No.4,Summer, PP.289-302.

Farragher, Edward J. Kleiman, Robert T. and Sahu, Anandi P. (2001).The Association Between The Use Of Sophisticated Capital Budgeting Practices And Corporate Performance. **The Engineering Economist**, Vol. 46, No.4 , PP. 300-311.

Graham, John. and Harvey, Cambell. (2002). How do CFOs make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?. **Journal of Applied Corporate Finance,** Vol. 15, No. 1, Spring, PP. 8-23.

Haka, Susan F. Gordon, Lawrence. and Pinches, George E. (1985). Sophisticated Capital Budgeting Selection Techniques and Firm Performance. **The Accounting Review**, Vol. LX, No. 4 , October, PP. 651-668.

Jog, Vijay M. and Srivastava, Ashwani K. (1995). Capital Budgeting Practices in Corporate Canada. **Financial Practice and Education,** Fall / Winter, PP 37-43.

Kester, George W. Chang, Rosita P. Echanis, Erlinda S. Haikal, Shalahuddin. Isa, Mansor Md. Skully, Michael T. Tsui, Kai- Chong. And Wang, Chi - Jeng. (1999). Capital Budgeting Practices in the Asia-Pacific Region: Australia, Hong kong, Indonesia, Malaysia, Philippines, and Singapore. **Financial Practice and Education,** Spring / Summer, PP. 25-33.

Lazaridis, Ioannis T. (2004). Capital Budgeting Practices: A survey in the Firms in Cyprus. **Journal of Small Business Management**, Vol. 42, Issue.2 , PP. 427-433.

Pike, Richard. (1996). A longitudinal Survey on Capital Budgeting Practices. **Journal of Business Finance and Accounting,** Vol. 23, No. 1, January, PP. 79-92.

Ryan, Patricia A. and Ryan, Glenn P. (2002). Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How Have Things Changed?. **Journal of Business and Management**,Vol. 8, No. 4, Winter, pp. 1-15.

C. Web Site :

http://WWW.ASE.COM.JO

WWW.CCD.GOV.JO

ملحق رقم (1)



استبيان الدراسة

جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم المحاسبة

السادة شركة........................... المحترمين

تحية طيبة وبعد:

يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسمالية المتبعة من قبل الشركات المساهمة العامة الأردنية الصناعية والخدمية.

وحيث إنني أعهد بكم الاهتمام والاستعداد الدائمين لمؤازرة ومساندة الباحثين في أبحاثهم التي تخدم تطور مجتمعنا، جئت وكلي أمل أن أجد التعاون المعهود بكم من خلال إجابة الأسئلة الواردة في هذا الاستبيان.

إن تقديمكم للمعلومات الكافية والمطلوبة بدقة وموضوعية سيؤدي بلا شك إلى تقييم أفضل لموضوع الدراسة وبالتالي مساعدة الباحث في تحقيق أهداف الدراسة والخروج بتوصيات لوضع الحلول المناسبة.

واعدكم أن تعامل إجاباتكم بسرية تامة وألا تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي فقط، وأؤكد استعدادي لتزويدكم بنتائج هذه الدراسة إذا رغبتم في ذلك.

شاكرا لكم حسن تعاونكم وتجاوبكم

واقبلوا فائق الاحترام والتقدير،،،

الباحث

خالد احمد الرواشدة

إشراف الدكتور

منذر طلال مومني

الجزء الأول

الرجاء الإجابة عن الأسئلة والتي تتضمن معلومات عامة عن الشركة وعن المستجيب.

أ. معلومات عامة عن الشركة:

*** الرجاء وضع دائرة حول البديل المناسب لكل من العبارات الآتية:**

1- القطاع الذي تنتمي إليه الشركة أ- الصناعي ب- الخدمات

2- مشروعات الإنفاق الرأسمالي التي تقوم شركتكم بإقرارها هي:

أ- مشروعات استثمارية جديدة ب- مشروعات التوسع كإضافة منتج جديد

ج- مشروعات الإحلال د- مشروعات التطوير وتحسين اقتصاديات التشغيل

3- هل تقوم شركتكم باستخدام الحاسب الآلي في دراسة وتقييم كافة البدائل الاستثمارية المقترحة.

أ- نعم ب- لا

4- حجم الاستثمارات السنوية للشركة:

أ- أقل من مليون دينار ب- من مليون إلى أقل من 2 مليون دينار

ج- من 2 مليون إلى 3 مليون دينار د- أكثر من 3 مليون دينار

ب. بيانات شخصية عن المستجيب:

*** الرجاء وضع دائرة حول البديل المناسب لكل من العبارات الآتية:**

1- التخصص العلمي:

أ- محاسبة ب- مالية ومصرفية ج- إدارة أعمال

د- اقتصاد هـ- أخرى (رجاء ذكرها..............)

2- المؤهل الأكاديمي:

أ- ثانوية عامة ب- دبلوم ج- بكالوريوس

د- ماجستير هـ- دكتوراه و- أخرى (رجاء ذكرها...............)

3- الشهادة المهنية الحاصل عليها:

أ- CPA ب- CMA ج- CFM

د- JCPA و- أخرى (رجاء ذكرها...............)

4- المركز الوظيفي:

أ- مدير عام ب- نائب المدير العام ج- المدير المالي

د- رئيس قسم المحاسبة هـ- محاسب و- رئيس شعبة المحاسبة الإدارية

ي- أخرى (رجاء ذكرها ....)

5- عدد سنوات الخبرة في مجال العمل الحالي:

أ- أقل من 5 سنوات ب- من 5 إلى أقل من 10 سنوات

ج- من 10 إلى أقل من 15 سنة د- من15 إلى أقل من 20 سنة هـ- 20 سنة فأكثر

الجزء الثاني

1- يرجى وضع إشارة (x) بجانب الطرق التي تقوم شركتكم بإتباعها في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي حسب ما هو مطبق فعليا حيث يوجد خمس خانات للإجابة هي:

دائماً ، غالباً ، أحياناً ، نادراً ، أبداً.

الرقم	طرق التقييم	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
1	صافي القيمة الحاليّة					
2	معدل العائد الداخلي					
3	مؤشر الربحيّة (دليل الربحيّة)					
4	فترة الاسترداد					
5	معكوس فترة الاسترداد					
6	معدل العائد المحاسبي					
7	خليط من طرق التقييم السابقة الذكر					

8- لا تستخدم أي من طرق التقييم السابقة الذكر نعم ( ) لا ( )

إذا كانت شركتكم تطبق طرق أخرى في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي يرجى ذكرها.

....

....

2- فيما يلي ترتيب الإجراءات المتبعة في إعداد الموازنات الرأسماليّة يرجى وضع إشارة (x) بجانب الإجراءات المتبعة في شركتكم .

الرقم	إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
1	يقوم مديرو الإدارات بتقديم العروض والاقتراحات المتعلقة بالمشروعات الاستثمارية التي يقترح تنفيذها إلى المدير المالي.					
2	يقوم المدير المالي بالتنسيق بين المشروعات الاستثمارية المقترحة من قبل مديري الإدارات لتحقيق الاتصال الفعال بين مديري الإدارات والإدارة العليا.					
3	يقوم المدير المالي بإجراء الدراسات والتحاليل لتقييم البدائل الاستثمارية المختلفة وحساب الربحيّة المتوقعة لكل منها ورفع النتائج إلى الإدارة العليا.					

الرقم	إجراءات إعداد الموازنات الرأسماليّة	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
4	تقوم الإدارة العليا بدراسة وتقييم كافة البدائل الاستثمارية المقترحة.					
5	تقوم الإدارة العليا بإقرار المشروعات الاستثمارية التي تمثل افضل البدائل المختارة.					
6	يقوم المدير المالي بوضع موازنة الإنفاق الرأسمالي على ضوء المشروعات الاستثمارية التي تم اختيارها وإقرارها.					
7	تقوم لجنة الموازنة والمدير المالي بمراجعة ومناقشة وتعديل – إذا لزم الأمر – موازنة الإنفاق الرأسمالي لتتوافق مع المشروعات الاستثمارية التي تم إقرارها.					

إذا كانت شركتكم تطبق إجراءات أخرى في إعداد الموازنات الرأسماليّة يرجى ذكرها.

....

3- فيما يلي أجزاء عملية اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي يرجى وضع إشارة (x) بجانب الجزء الذي ترونه مهماً في عملية اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي في شركتكم.

الرقم	أجزاء عمليّة اتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي	مهم جداً	مهم	قليل الأهمية	غير مهم	غير مهم إطلاقاً
1	وجود موازنة رأسماليّة طويلة الأجل في الشركة.					
2	البحث عن مشروعات استثمارية جديدة للشركة.					
3	وجود لجنة لتقييم المشروعات الاستثمارية.					
4	استخدام طرق تقييم المشروعات الاستثمارية التي تنوي الشركة القيام بها.					
5	تحليل مخاطر المشروعات الاستثمارية.					
6	وجود قسم متخصص لإعداد الموازنات.					
7	الرقابة على النفقات والتدفقات النقدية ومقارنة الإنفاق الفعلي مع المخطط له.					
8	مراجعة المشروعات الاستثمارية بعد التنفيذ.					
9	استخدام أساليب تحليل علمية.					

4- هل تقوم شركتكم بأخذ عامل المخاطرة في الحسبان عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

نعم ( )　　　　　　　　**لا** ( )

إذا كانت الإجابة (بنعم) يُرجى الإجابة على الفقرة رقم (5).

5- يرجى وضع إشارة (x) بجانب الأساليب التي تقوم شركتكم بإتباعها في معالجة المخاطرة المتعلقة بمشروعات الإنفاق الرأسمالي.

الرقم	أساليب معالجة المخاطرة	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
1	تقصير فترة الاسترداد					
2	تحويل التدفقات النقدية إلى تدفقات نقديّة مؤكّدة (معامل التأكد)					
3	زيادة معدل الخصم					
4	استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة					
5	تحليل الحساسيّة					
6	شجرة القرارات					
7	توزيع الاحتمالات					
8	زيادة معدل العائد المحاسبي					
9	تقدير شخصي من الإدارة حسب الخبرة السابقة					

إذا كانت شركتكم تطبق أساليب أخرى في معالجة المخاطرة يرجى ذكرها.

....

6- يرجى وضع إشارة (x) بجانب الطرق التي تقوم شركتكم باتباعها في تحديد معدل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقديّة المتوقعة من مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

الرقم	**طرق تحديد معدل الخصم**	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
1	نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة					
2	المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال					
3	تكلفة حقوق الملكية					
4	تكلفة الاقتراض					
5	معدل تحدده الإدارة حسب الخبرة السابقة					

ملحق رقم (2)

مجتمع الدراسة (قطاع الصناعة)

الرقم	اسم الشركة	الرقم	اسم الشركة
1	البوتاس العربية	32	الوطنية لصناعة الصلب
2	مناجم الفوسفات الأردنية	33	مصانع الأجواخ الأردنية
3	المتكاملة للمشاريع المتعددة	34	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
4	الوطنية للدواجن	35	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
5	دار الدواء للتنمية والاستثمار	36	السلفوكيماويات الأردنية
6	حديد الأردن	37	شركة الترافرتين
7	الدخان والسجائر الدولية	38	مصانع الأسمنت الأردنية
8	الصناعات الهندسية العربية	39	الأردنية لصناعة الأنابيب
9	الوطنية لصناعة الألمنيوم	40	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية
10	الصناعية التجارية الزراعية/ الإنتاج	41	مجمع الضليل الصناعي
11	الاستثمارات العامة	42	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
12	الموارد الصناعية الأردنية	43	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
13	الكابلات الأردنية الحديثة	44	الدولية للصناعات الخزفية
14	الإقبال للطباعة والتغليف	45	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
15	الوطنية لصناعة الكلورين	46	الألبان الأردنية
16	مصانع الورق والكرتون الأردنية	47	الدولية لصناعة السيليكا
17	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	48	الاتحاد للصناعات المتطورة
18	العربية لتصنيع وتجارة الورق	49	الجنوب لصناعة الفلاتر
19	العربية لصناعة الألمنيوم/ آرال	50	الأردن الدولية للصناعات
20	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	51	الأردنية للصناعات الخشبية /جوا يكو
21	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	52	الصناعات والكبريت الأردنية /جيمكو
22	العربية لصناعة المواسير المعدنية	53	العالمية للصناعات الكيماوية
23	الدباغة الأردنية	54	الصناعات الكيماوية الأردنية
24	العربية للصناعات الكهربائية	55	الصناعات الصوفية
25	مصانع الخزف الأردنية	56	العامة للتعدين
26	دار الدواء	57	مصانع المنظفات الكيماوية العربية
27	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	58	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والإلكترونية والثقيلة
28	العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	59	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
29	مصفاة البترول الأردنية	60	أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية
30	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	61	اتحاد الصناعات الكيماوية والزيوت النباتية
31	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	62	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاته

ملحق رقم (3)

مجتمع الدراسة (قطاع الخدمات)

الرقم	اسم الشركة	الرقم	اسم الشركة
1	المستثمرون العرب المتحدون	31	تسويق الكفاءات الأردنية
2	البلاد للخدمات الطبية	32	الحمة المعدنية الأردنية
3	الكهرباء الأردنية	33	الأسواق الحرة الأردنية
4	العربية الدولية للفنادق	34	الموارد للتنمية والاستثمار
5	كهرباء محافظة اربد	35	توليد الكهرباء المركزية
6	اتحاد أصحاب السيارات الشاحنة	36	السلام الدولية للنقل والتجارة
7	المؤسسة الصحفية الأردنية/ الرأي	37	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية
8	العقارية الاستثمارية / عقاركو	38	العربية الدولية للتعليم والاستثمار
9	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	39	الثقة للنقل الدولي
10	التجمعات للمشاريع السياحية	40	البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات
11	المركز الأردني للتجارة الدولية	41	زارة للاستثمار(القابضة)
12	الأردنية للصحافة والنشر / الدستور	42	الضمان للاستثمار
13	الثقة للاستثمارات الأردنية	43	الشرق المشاريع الاستثمارية
14	الزرقاء للتعليم والاستثمار	44	شركة توزيع الكهرباء
15	التسهيلات التجارية الأردنية	45	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية
16	الأهلية للمراكز التجارية	46	الصقر للاستثمارات والخدمات المالية
17	الموحدة لتنظيم النقل البري	47	المتحدة للاستثمارات المالية
18	الاتحاد للاستثمارات المالية	48	العرب للتنمية العقارية
19	العربية للاستثمارات المالية	49	المقايضة للنقل والاستثمار
20	الاتحاد لتطوير الأراضي	50	مجموعة العصر للاستثمار
21	التجمعات الاستثمارية المتخصصة	51	المحفظة العقارية الاستثمارية
22	النقليات السياحية الأردنية / جت	52	الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري
23	فنادق الأراضي المقدسة	53	الاستثمارات والصناعات المتكاملة
24	الأردنية للاستثمارات المتخصصة	54	الاتصالات الأردنية
25	تطوير العقارات	55	المجموعة الاستشارية الاستثمارية
26	الأمين للاستثمار	56	الدولية للاستثمارات الطبية
27	الأردنية المركزية	57	الفنادق والسياحة الأردنية
28	الإنماء للاستثمارات والتسهيلات المالية	58	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية
29	بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان	59	الأردنية للاستثمارات والنقل السياحي/ ألفا
30	الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين	60	الأردنية لضمان القروض

ملحق رقم (4)

الشركات عيّنة الدراسة

الرقم	عينة الشركات الصناعيّة	الرقم	عينة الشركات الخدميّة
1	مناجم الفوسفات الأردنية	1	الاتصالات الأردنية
2	مصانع الأسمنت الأردنية	2	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية
3	مصفاة البترول الأردنية	3	توليد الكهرباء المركزية
4	حديد الأردن	4	المستثمرون العرب المتحدون
5	الصناعات الهندسية العربية	5	العربية الدولية للفنادق
6	الكابلات الأردنية الحديثة	6	الاتحاد للاستثمارات المالية
7	مصانع الورق والكرتون الأردنية	7	الشرق للمشاريع الاستثمارية
8	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	8	النقليات السياحية الأردنية / جت
9	العربية لصناعة الألمنيوم/ آرال	9	العقارية الاستثمارية / عقاركو
10	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	10	مجموعة العصر للاستثمار
11	العربية للصناعات الكهربائية	11	الاتحاد لتطوير الأراضي
12	مصانع الخزف الأردنية	12	الموارد للتنمية والاستثمار
13	العربية لتصنيع وتجارة الورق	13	تطوير العقارات
14	الدولية للصناعات الخزفية	14	المؤسسة الصحفية الأردنية/ الرأي
15	الوطنية لصناعة الصلب	15	كهرباء محافظة اربد
16	مصانع الأجواخ الأردنية	16	الأردنية المركزية
17	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	17	العرب للتنمية العقارية
18	الأردنية لصناعة الأنابيب	18	السلام الدولية للنقل والتجارة
19	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	19	الثقة للنقل الدولي
20	الأردنية لصناعة الصوف الصخري	20	المركز الأردني للتجارة الدولية
21	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	21	العربية للاستثمارات المالية
22	الألبان الأردنية	22	الأردنية للصحافة والنشر / الدستور
23	الدولية لصناعة السيليكا	23	المحفظة الوطنية للأوراق المالية
24	الجلوب لصناعة الفلاتر	24	لمتحدة للاستثمارات المالية
25	الصناعات والكبريت الأردنية /جيمكو	25	الصقر للاستثمارات والخدمات المالية
26	العالمية للصناعات الكيماوية	26	الإنماء للاستثمارات والتسهيلات المالية
27	الصناعات الصوفية	27	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية
28	العامة للتعدين	28	الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين
29	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	29	الأردنية للاستثمارات والنقل السياحي/ ألفا
30	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	30	الثقة الاستثمارية الأردنية
31	البوتاس العربية	31	الأردنية لضمان القروض
32	الوطنية للدواجن	32	شركة توزيع الكهرباء
33	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونيات الثقيلة	33	الدولية للاستثمارات الطبية
34	الدباغة الأردنية	34	بيت المال للادخار والاستثمار للإسكان
35	المصانع العربية الدولية للأغذية	35	الاستثمارات والصناعات المتكاملة

ملحق رقم (5)

مقاييس الأداء لعينة الشركات الصناعيّة

الرقم	عينة الشركات الصناعيّة	متوسط ربحية السهم	متوسط العائد على الموجودات
1	مناجم الفوسفات الأردنية	-0.17	-2.446
2	مصانع الأسمنت الأردنية	0.358	11.212
3	مصفاة البترول الأردنية	0.176	2.292
4	حديد الأردن	0.254	12.654
5	الصناعات الهندسية العربية	-0.1	-7.95
6	الكابلات الأردنية الحديثة	0.162	5.85
7	مصانع الورق والكرتون الأردنية	0.074	4.432
8	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	-0.046	-2.084
9	العربية لصناعة الألمنيوم/ آرال	0.082	3.564
10	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	0.738	16.524
11	العربية للصناعات الكهربائية	0.014	0.894
12	مصانع الخزف الأردنية	0.166	5.986
13	العربية لتصنيع وتجارة الورق	-0.142	-12.698
14	الدولية للصناعات الخزفية	0.054	2.578
15	الوطنية لصناعة الصلب	0.154	9.234
16	مصانع الأجواخ الأردنية	0.612	4.642
17	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	-0.27	-20.55
18	الأردنية لصناعة الأنابيب	0.158	5.336
19	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية	0.08	3.468
20	الأردنية لصناعة الصوف الصخري	0.004	0.47
21	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	-0.084	-3.984
22	الألبان الأردنية	0.262	12.506
23	الدولية لصناعة السيليكا	-0.028	-3.754
24	الجنوب لصناعة الفلاتر	-0.068	-4.99
25	الصناعات والكبريت الأردنية /جيمكو	0.02	1.78
26	العالمية للصناعات الكيماوية	0.108	4.422
27	الصناعات الصوفية	-0.028	-4.466
28	العامة للتعدين	0.316	13.394
29	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	0.132	8.092
30	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.004	-0.096
31	المصانع العربية الدولية للأغذية	0.118	7.364

* متوسط ربحية السهم، والعائد على الموجودات لخمسة أعوام (2000، 2001، 2002، 2003، 2004).

ملحق رقم (6)

مقاييس الأداء لعينة الشركات الخدميّة

الرقم	عينة الشركات الخدميّة	متوسط ربحية السهم	متوسط العائد على الموجودات
1	الاتصالات الأردنية	0.172	8.454
2	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	-0.01	-0.888
3	توليد الكهرباء المركزية	0.096	0.462
4	المستثمرون العرب المتحدون	0.218	8.88
5	العربية الدولية للفنادق	0.044	1.28
6	الاتحاد للاستثمارات المالية	0.196	8.51
7	الشرق للمشاريع الاستثمارية	-0.02	-1.426
8	النقليات السياحية الأردنية / جت	0.07	4.412
9	العقارية الاستثمارية / عقاركو	0.036	2.976
10	مجموعة العصر للاستثمار	-0.112	-4.552
11	الاتحاد لتطوير الأراضي	0.048	4.114
12	الموارد للتنمية والاستثمار	-0.13	-16.798
13	تطوير العقارات	0.1	6.556
14	المؤسسة الصحفية الأردنية/ الرأي	1.016	22.26
15	كهرباء محافظة اربد	0.13	0.68
16	الأردنية المركزية	0.006	0.482
17	العرب للتنمية العقارية	0.028	2.288
18	السلام الدولية للنقل والتجارة	0.166	6.328
19	الثقة للنقل الدولي	-0.022	-4.144
20	المركز الأردني للتجارة الدولية	0.03	2.134
21	العربية للاستثمارات المالية	0.134	3.19
22	الأردنية للصحافة والنشر / الدستور	0.292	8.7
23	المحفظة الوطنية للأوراق المالية	0.246	5.228
24	لمتحدة للاستثمارات المالية	0.266	12.29
25	الصقر للاستثمارات والخدمات المالية	-0.006	-0.642
26	الإنماء للاستثمارات والتسهيلات المالية	-0.018	-1.748
27	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	0.118	4.736
28	الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين	0.232	10.24
29	الأردنية للاستثمارات والنقل السياحي/ الفا	0.01	-0.056

* متوسط ربحية السهم، والعائد على الموجودات لخمسة أعوام (2000، 2001، 2002، 2003، 2004).

Abstract

Al-Rawashdeh, Khaled Ahmad. Capital Expenditure Evaluation Methods and Capital Budgeting Practices in the Jordanian Industrial and Service Corporations. Master Degree in Yarmouk University, 2006.(Supervisor: Dr. Munther Talal Momany)

Managerial accounting, through its reliance on various techniques including those used in planning for the capital budgeting, plays a major role in business organizations by providing appropriate information for different levels of administration. Decision-making is the essence of the administrative process for that aims at choosing and comparing different alternatives in the light of the goal to be achieved by the institution.

This study consisted of a descriptive, analytical design to investigate various evaluative approaches of the capital budgeting and techniques of risk treatment. It also explores the methods used to define the discount rate and the procedures to prepare capital budgeting used by the Jordanian industrial and service companies registered in Amman Stock Exchange for the year 2005. The study population included all the registered Jordanian industrial and service companies (62 industrial companies; 60 service companies). The sample consisted of the financial managers, heads of accounting departments, and senior accountants in charge of planning for capital budgeting (31 subjects from the industrial companies; 29 subjects from the service companies).

Results showed that the majority of the companies use advanced methods based on the discount cash flow methods, although they still use the traditional methods in evaluating capital budgeting. A significant relationship was found between using advanced methods of administration and the

financial performance of the company. No significant association was found between the procedures used in planning for capital budgeting and the financial performance of the company. Furthermore, no significant relationship was found between the size of the company as measured by its capital and the methods used in evaluating capital budgeting.

This study recommended to the importance of improving the theoretical experiences to the parties, which evaluate the capital budgeting, to get the theoretical opinions, which cover the different sides to the capital expenditure's decisions, and the importance of given the risk treatments subjects, and determine the discount rate more attention in the future, and that to increase the capable of the capital expenditures decisions, and the care of doing the capital budgeting, and motivate them with aim of capital expenditure and the strategic aims.

Key words:

Capital expenditure, Capital budgeting, Industrial corporations, Service corporations.